

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**PLANO REAL: FUNDOS DE INVESTIMENTO E POLÍTICA
MONETÁRIA**

Luiza Leite Garcia Fridman

Nº de Matrícula 9916569

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Junho de 2004

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**PLANO REAL: FUNDOS DE INVESTIMENTO E POLÍTICA
MONETÁRIA**

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Luiza Leite Garcia Fridman

Nº de Matrícula 9916569

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Junho de 2004

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

Gostaria de agradecer, não por ordem, mas pela importância que sempre tiveram em minha vida, e, neste momento, na realização desta monografia.

À minha família, com a qual sempre pude contar com todo o apoio.

Aos meus amigos e amigas, sempre solidários, ainda que muitas vezes me tiravam do trabalho, claro que com a minha aquiescência.

E, por último, mas não menos importante, à minha orientadora, Maria de Nazareth Maciel, que me acompanhou, orientou, incentivou, mostrou-se solidária, e que muito contribuiu para que conseguisse chegar ao fim deste trabalho, que, ainda que modesto, se constitui em um marco na minha vida. O seu envolvimento em minha monografia me comoveu pois parecia ser seu o meu trabalho. Hoje compreendo que o processo de orientação é um trabalho de co-criação, e, eu e minha orientadora compartilhamos a construção desta monografia. À ela, o meu reconhecimento emocionado.

ÍNDICE

CAPÍTULO I - O MERCADO FINANCEIRO NO BRASIL.....	5
I.1 - AS SUBDIVISÕES DO MERCADO FINANCEIRO	6
I.2 - ORGANOGRAMA FUNCIONAL DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	7
I.2.1 - SUBSISTEMA NORMATIVO.....	8
I.2.2 - SUBSISTEMA DE INTERMEDIÇÃO.....	8
I.3 - INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS E SUAS FUNÇÕES	8
<i>I.3.1 - Conselho Monetário Nacional (CMN)</i>	9
<i>I.3.2 - O Banco Central do Brasil</i>	10
<i>I.3.3 - Comissão de Valores Mobiliários (CVM)</i>	11
<i>I.3.4 - Bancos comerciais</i>	12
CAPÍTULO II - O MERCADO MONETÁRIO E OS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA.....	13
II.1 - ALÍQUOTA DO DEPÓSITO COMPULSÓRIO	14
II.2 - TAXA DE REDESCONTO	15
II.3 - OPERAÇÕES DE MERCADO ABERTO – “OPEN MARKET”	16
CAPÍTULO III - O SEGMENTO DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL	18
III.1 - OS DIVERSOS TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS.....	18
<i>III.1.1 - Definição de Fundo de Investimento e Administradores de Fundos</i>	18
<i>III.1.2 - Composição da Carteira dos Fundos de Investimento</i>	18
<i>III.1.3 - Categorias dos Fundos</i>	22
<i>III.1.4 - Administração e Controle de Risco</i>	24
<i>III.1.5 - Remuneração dos administradores dos Fundos</i>	25
<i>III.1.6 - Tributação</i>	25
III.2 - EVOLUÇÃO PATRIMONIAL E RENTABILIDADE DOS PRINCIPAIS TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL DURANTE O PLANO REAL E OS PRINCIPAIS ÍNDICES FINANCEIROS.....	25
<i>III.2.1 - A Taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI)</i>	26
<i>III.2.2 - O Dólar comercial (PTAX)</i>	26
<i>III.2.3 - O Ibovespa Médio (IBOV MEDIO)</i>	27
CAPÍTULO IV - A CONJUNTURA ECONÔMICA PÓS PLANO REAL (1995-2003) E OS SEUS IMPACTOS SOBRE OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS	28
CAPÍTULO V - ANÁLISE EMPÍRICA.....	45
CAPÍTULO VI - CONCLUSÃO.....	54
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	57
ANEXO	59

CAPÍTULO I - O MERCADO FINANCEIRO NO BRASIL

Em uma economia, ao se analisar os fatores que compõem o processo de formação de renda, conclui-se que todo o sistema se origina das necessidades que o homem tem de sobrevivência e bem-estar. Pode-se definir a renda como sendo a remuneração obtida pela utilização dos fatores de produção. São três os principais fatores: a terra, o capital e o trabalho, de onde obtêm-se, respectivamente, o aluguel, os juros e os lucros e o salário, como remunerações destes fatores, que irão ser utilizadas na obtenção de bens necessários ao homem.

Numa economia aberta, a renda dos agentes econômicos pode ser dividida em quatro partes: a utilizada no pagamento pela aquisição de bens e serviços, ou seja, o consumo; a parte destinada ao pagamento de impostos, determinante da receita do governo; a parte da renda enviada ao exterior, a título de transferências e doações internacionais e o restante da renda que não é gasta, isto é, a poupança. Logo, poupança é a parte da renda que não é consumida, nem utilizada no pagamento de impostos, nem enviada ao exterior. Esta poupança pode ser concretizada de várias maneiras. Esta monografia se ocupará em focar sua atenção num instrumento de poupança que é o conjunto de fundos de investimentos.

Analisando estas divisões da renda, pode-se observar a existência de dois tipos de agentes econômicos numa economia: os agentes superavitários (que têm excedente de renda, uma vez que a renda é maior do que os gastos, havendo uma formação de poupança) e os agentes econômicos deficitários (que se caracterizam por ter gastos maiores do que a renda, necessitando de crédito para complementar suas necessidades de consumo), formando, assim, um sistema heterogêneo.

Dessa forma, as unidades econômicas superavitárias desejarão aplicar suas poupanças, visando maximizar seus ganhos e uma das alternativas de realizá-lo é investindo em ativos. Esta oferta de fundos por parte dos agentes superavitários irá financiar as necessidades extras, que não podem ser obtidas com renda própria, pelos agentes deficitários. Dessa forma, ocorre a formação de um mercado financeiro.

Assim, pode-se afirmar que o mercado financeiro transfere as poupanças das unidades econômicas superavitárias para as unidades econômicas deficitárias, através dos intermediários financeiros. Essa transferência origina o que se denomina “spread”, isto é, a diferença entre a taxa de captação dos recursos e a taxa de empréstimo desses recursos, excluindo-se o gasto com impostos. O “spread” é, então, a remuneração do intermediário financeiro como pagamento pelo serviço prestado, ou seja, interligar às necessidades dos agentes superavitários de maximizar seus ganhos através da renda excedente e as necessidades de empréstimos por partes dos agentes deficitários. Inclui-se, nessa remuneração dos intermediários financeiros, o risco de inadimplência por parte dos agentes deficitários, que se tornam devedores destas instituições.

Portanto, o mercado financeiro é o conjunto de todas as instituições financeiras que captam recursos e concedem crédito, podendo ser subdividido em quatro grandes mercados: de Crédito, de Capitais, Cambial e Monetário, cada qual com características próprias.

1.1 - As subdivisões do mercado financeiro

Antes de se classificar os quatro mercados existentes, deve-se ter um critério para diferenciá-los. Assim, introduzir-se-á como característica de cada mercado o prazo das operações, o tipo de operação e os intermediários financeiros que atuam em cada um deles.

Mercado de Crédito – É o mercado que opera geralmente a curto prazo (até um ano). Em geral, os recursos captados se destinam ao financiamento de consumo de bens duráveis para pessoas físicas e capital de giro para empresas, através de intermediários financeiros bancários (bancos comerciais, sociedades de crédito, financiamento e investimentos).

Mercado de Capitais – É o conjunto de operações de prazo médio, longo ou indeterminado. Os recursos se destinam em geral ao financiamento de capital fixo para as empresas, tendo como intermediário financeiro as instituições financeiras não-bancárias. A médio e longo prazos, financia capital de giro às empresas e habitação para pessoa física. Neste mercado se incluem, entre outras, as operações realizadas pelo BNDES (Banco Nacional de

Desenvolvimento Econômico e Social) como financiamento de capital fixo para as empresas, além do mercado acionário e os financiamentos para habitação.

Mercado de Câmbio¹ – É o mercado onde são realizadas as operações que envolvem a necessidade de conversão de moedas estrangeiras em moeda nacional e vice-versa. Incluem-se neste mercado operações de extrema importância para um país como o financiamento à

importação e o crédito à exportação. O prazo de realização das operações costuma ser curto.

Entre as instituições mais envolvidas neste mercado podemos citar os bancos comerciais, as sociedades corretoras e os bancos de investimentos.

Mercado Monetário – É o mercado onde são realizadas as operações de criação ou destruição de base monetária. Entenda-se por base monetária² o somatório de papel-moeda em poder do público ou no caixa dos bancos e as reservas bancárias, compulsórias ou não, recolhidas no Banco Central. É através do mercado monetário que a autoridade monetária, cuja principal tarefa é a manutenção do valor da moeda nacional, controla a base monetária. Este controle é realizado retirando moeda de circulação quando há excesso de liquidez ou colocando moeda em circulação, quando há o estreitamento de liquidez. Para isso, podem ser utilizados três instrumentos de política monetária. São eles: recolhimento de depósitos compulsórios dos bancos comerciais, o redesconto bancário e as operações de “open market”.

1.2 - Organograma funcional do sistema financeiro nacional

Segundo a estrutura funcional, o sistema financeiro nacional pode ser subdividido em dois subsistemas: o normativo e o de intermediação.

¹ Ver KRUGMAN (1999)

² Ver MISHIKIN (2000)

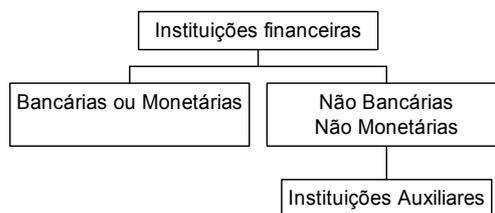
1.2.1 - Subsistema Normativo

Organograma I:



1.2.2 - Subsistema de Intermediação

Organograma II:



Os intermediários financeiros bancários ou monetários são os que operam com ativos monetários (entenda-se por papel-moeda e depósitos à vista). Entre estes estão os bancos comerciais e outros intermediários que desempenham função típica de banco comercial, como os bancos múltiplos.

As instituições financeiras não bancárias ou não monetárias são aquelas que operam com ativos financeiros não monetários, isto é, realizam operações com diferentes tipos de títulos nos mercados de crédito e de capitais. Entre as instituições classificadas como não monetárias encontram-se os bancos de investimentos e as sociedades corretoras.

1.3 - Instituições financeiras e suas funções

Visto que nosso estudo se destina ao aprofundamento do conhecimento sobre a indústria de fundos de investimentos, não faremos uma análise detalhada das instituições financeiras, e portanto não vamos nos aprofundar muito nas funções de cada uma. Por isso, foram escolhidas algumas instituições que estão diretamente relacionadas com o nosso tema e que serão mais vezes mencionadas em nosso estudo. Exclui-se, assim, o BNDES, o Banco do Brasil e a CEF que, apesar de terem importante função para o sistema financeiro nacional de acordo com o organograma acima, não são essenciais ao estudo.

I.3.1 - Conselho Monetário Nacional (CMN)

O Conselho Monetário é a entidade superior do sistema financeiro brasileiro. Tem como função principal fixar as diretrizes das políticas monetária, creditícia e cambial em todos os seus aspectos, objetivando o progresso econômico e social do país. É formado pelo Ministro da Fazenda, Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central.

A política do Conselho Monetário Nacional visa:

- a) adaptar o volume dos meios de pagamentos às reais necessidades da economia e seu processo de desenvolvimento;
- b) regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais;
- c) regular o valor externo da moeda, e o equilíbrio do balanço de pagamentos;
- d) propiciar o aperfeiçoamento das instituições financeiras e dos instrumentos financeiros, visando à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos.
- e) coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária fiscal e da dívida pública;
- f) autorizar e aprovar os orçamentos monetários preparados pelo Banco Central do Brasil.

I.3.2 - O Banco Central do Brasil

O Banco Central (Bacen) foi criado no Brasil em 1964 em substituição à antiga Superintendência da Moeda e do Crédito (SUMOC), para atuar como órgão executivo central do sistema financeiro do país. Compete ao Bacen cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional. Entre suas principais funções podemos listar:

- a) exercer o controle do crédito sobre todas as formas;
- b) receber recolhimentos compulsórios dos bancos comerciais;
- c) realizar as operações de redesconto bancário;
- d) exercer a fiscalização de todas as instituições financeiras, inclusive dos administradores de recursos, alvo do nosso estudo;
- e) efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais;
- f) relacionar-se, em nome do governo, com as instituições financeiras internacionais; e
- g) regular a execução dos serviços de compensação de cheques e outros papéis.

Dadas as atribuições acima, podemos explicar as diversas funções do Bacen:

- ser “banco dos bancos”, uma vez que recebe os depósitos compulsórios, financia às necessidades imediatas dos bancos comerciais, através do redesconto, além de regulamentar os serviços de compensação de cheques e outros papéis
- ser superintendente do sistema financeiro nacional, através da fiscalização e controle exercido sobre as atividades das instituições financeiras, tem o poder de conceder autorização para o funcionamento de uma instituição, como decretar sua liquidação extra-judicial.

- ser executor da política monetária, a medida que executa a o controle sobre a quantidade de moeda em circulação, utilizando-se para isso dos instrumentos de política monetária.

I.3.3 - Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Entidade autárquica, vinculada ao Ministro da Fazenda, funciona como órgão de deliberação colegiada de acordo com regimento aprovado pelo Ministro da Fazenda. Seu presidente e quatro diretores são nomeados pelo Presidente da República. É um órgão normativo especificamente voltado para o desenvolvimento, a fiscalização e a disciplina do mercado acionário brasileiro.

Dentre as principais funções da CVM temos:

- a) regular, com observância na política monetária definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas na lei das sociedades por ações.
- b) administrar registros instituídos pela lei que a criou: registro de empresas para negociação de suas ações no mercado, registro de auditores independentes, consultores e analistas de valores mobiliários.
- c) fiscalizar a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado, a negociação e funcionamento das bolsas de valores, a administração e custódia de títulos e valores mobiliários, a auditoria das companhias abertas e a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem e aos valores nele negociados.
- d) propor ao CMN limites máximos de preços, emolumentos e qualquer rendimento cobrado pelos intermediários financeiros.
- e) em relação aos fundos de investimentos, a CVM tem uma forte atuação na fiscalização e controle dos ativos formados através do mercado acionário brasileiro, assim como o estímulo a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários.

I.3.4 - Bancos comerciais

Operam com depósitos à vista, financiando capital de giro para a pequena e média empresa e consumo para pessoa física. Realizam operações de empréstimos, recebimento de impostos e de contas de fornecimento de serviços públicos. Atualmente, poucos bancos se enquadram nesta categoria.

I.3.5 - Bancos de Investimentos

Não operam com depósitos à vista, todavia operam com depósitos a prazo fixo (CDB e RDB) financiando capital de giro e fixo para empresas a médio e longo prazo. Administram fundos de investimentos em geral, através de empresas de “*asset management*” (leia-se, administração de recursos), e participam de “*underwriting*” (emissão primária de valores mobiliários).

Atualmente, o mercado financeiro é composto basicamente por instituições financeiras que atuam como banco múltiplo podendo operar simultaneamente, com autorização do Banco Central, com carteiras comerciais, de crédito imobiliário, de crédito, financiamento e investimento e de desenvolvimento.

A partir desta pequena introdução ao mercado financeiro brasileiro, desde a sua estrutura até as instituições que o compõem e suas funções, analisar-se-á mais profundamente o mercado monetário.

CAPÍTULO II - O MERCADO MONETÁRIO E OS INSTRUMENTOS DE POLÍTICA MONETÁRIA

Como foi visto no capítulo anterior, o Banco Central é uma instituição cuja principal tarefa é a manutenção do valor da moeda nacional, ou seja, de estabilidade dos preços dos bens e serviços transacionados nos limites do país. Com este objetivo, o Banco Central precisa dispor de instrumentos apropriados a cada situação, isto é, os instrumentos de política monetária.

Esse controle exercido sobre o valor da moeda nacional, só é possível com a criação ou destruição da base monetária, que é realizado através de operações não realizadas diretamente entre Banco Central e o público, mas sim através do sistema financeiro.

Deve-se entender como base monetária, o estoque líquido de papel-moeda emitido pelo Banco Central desde os primórdios da história econômica do país. A emissão ou destruição de base monetária é feita em contra-partida a uma outra ação de um determinado agente econômico. Por exemplo, o Brasil, um importador líquido de petróleo, ao comprar este produto no mercado internacional, necessita que os seus importadores troquem a moeda doméstica por moeda estrangeira. Esta troca é feita com o Banco Central, através do pagamento em reais feito pelo importador, que ao ser transferido para o exterior é trocado pelo Banco Central por dólares, que deixaram de fazer parte do seu ativo. Isto é, ocorre uma diminuição das reservas internacionais do Bacen e de base monetária.

A explicação acima é um exemplo claro de uma destruição de base monetária que, muitas vezes, foge ao controle da autoridade monetária (Bacen). Esta é chamada de fonte externa de criação e destruição de base monetária. A atuação do Banco Central neste processo de criação e destruição é passiva, agindo apenas em resposta a alguma ação de um agente econômico.

A outra fonte é a interna, que se verifica pela variação da quantidade de empréstimos feitos ao governo, em virtude da compra ou venda de títulos públicos, ou ao setor privado, através do mecanismo de redesconto. Essa é a forma comum de atuação do Bacen, no cumprimento de sua função de garantir a estabilidade do valor da moeda. Dessa

forma, ele mantém, de forma ativa, o maior controle possível sobre a evolução da base monetária.

Assim, esta função de regulação do Banco Central só é possível através da utilização dos instrumentos de política monetária, onde ele atua de forma indireta sobre a quantidade de moeda emitida e na fase intermediária, de multiplicação monetária.

A multiplicação monetária³ pode ser entendida através de um exemplo simples. Quando um agente econômico realiza um depósito num banco comercial, uma parte do montante depositado fica retida no Bacen, como reserva compulsória, não podendo ser utilizada para qualquer transação. Uma segunda parte fica no caixa dos bancos para atender possíveis saques dos clientes. E, a parcela restante fica disponível para que o banco faça empréstimos para algum outro agente econômico. Exatamente neste momento começa o fenômeno da multiplicação monetária. O agente que está tomando o empréstimo, depositará o montante em algum banco comercial, onde novamente ocorrerá o evento acima descrito. Como resultado, verifica-se que uma emissão inicial de base monetária, que foi depositada pelo primeiro agente num banco comercial, transformou-se em uma quantidade n vezes maior de meios de pagamentos, uma vez que diversos agentes tomaram empréstimos, que se transformaram em meios de pagamentos para esses indivíduos. Conclui-se, então, que o multiplicador monetário será igual aos meios pagamentos sobre a base monetária.

A seguir, demonstrar-se-á um estudo mais detalhado dos instrumentos monetários disponíveis ao Bacen, que podem ser usados em conjunto ou separadamente.

II.1 - Alíquota do depósito compulsório

O depósito compulsório refere-se à parcela dos depósitos à vista presentes nos bancos comerciais que, de acordo com a legislação, deve ficar retida no Bacen.

³ Ver DORNBUSCH (1991)

Dessa forma, o depósito compulsório influencia o multiplicador monetário, imobilizando, de acordo com a taxa de recolhimento determinada pelo CMN, uma parte maior ou menor dos depósitos bancários e os recursos de terceiros que nela circulem (títulos de cobrança, tributos recolhidos, garantias de operações de crédito,...), restringindo ou alimentando o processo de expansão dos meios de pagamento. Assim, percebe-se a importância deste instrumento para o controle da inflação, de forma ativa, pelo Bacen.

Através de um exemplo prático pode-se verificar melhor como acontece este controle do Banco Central.

Imaginando que o Bacen queira reduzir a multiplicação monetária promovida pelos bancos comerciais, há uma alteração da alíquota do depósito compulsório de $n\%$ para $2n\%$. Conseqüentemente, uma parte maior dos depósitos à vista presentes nos bancos comerciais ficará retido nos cofres do Banco Central, reduzindo a disponibilidade de recursos dos bancos para emprestar aos agentes deficitários. Uma vez que é esta parcela dos depósitos à vista existentes nos bancos comerciais que dará origem à multiplicação monetária, pode-se concluir que, *ceteris paribus*, o aumento da alíquota reduzirá a multiplicação monetária.

II.2 - Taxa de desconto

O desconto, ou empréstimo de liquidez, como muitas vezes é denominado, é a manifestação mais óbvia da atuação do Bacen como “banco dos bancos”. Este instrumento pode ser definido como um socorro que o Banco Central fornece aos bancos para atender suas necessidades momentâneas de caixa a curtíssimo prazo. É a última linha de atendimento aos saldos negativos de caixa das instituições bancárias. Através da alteração da taxa de desconto, a base monetária pode ser reduzida ou expandida, de acordo com os critérios estabelecidos pelo Bacen, observando o seu objetivo de manutenção do valor da moeda nacional.

Assim, supondo que o Banco Central reduza a taxa de desconto, que é cobrada dos bancos comerciais, verificar-se-á que os empréstimos realizados por estes bancos às empresas e famílias aumentarão. Este incremento na demanda por recursos por parte das empresas e famílias pode ser explicado uma vez que os bancos comerciais poderão cobrar uma taxa de juros menor por estes empréstimos, visto que ao necessitarem de recursos para

cobrir eventuais déficits em seu caixa, poderá obtê-los a uma taxa menor cobrada pelo Bacen (taxa de redesconto). Dessa forma, o Banco Central estará incentivando (aumentando) da multiplicação monetária e, conseqüentemente, procurando aquecer a economia.

O inverso também pode ser realizado, se o objetivo da autoridade monetária for desaquecer a economia e evitar pressões inflacionárias. Neste caso, o aumento da taxa de redesconto, induzirá a um aumento das taxas de juros cobradas pelas instituições financeiras, desestimulando os demandantes de recursos, que poderão desistir da aquisição de bens e serviços com pagamentos a prazo, que incorrem em cobrança de juros, e o abandono de projetos, cuja rentabilidade não será mais satisfatória frente às taxas de juros vigentes.

II.3 - Operações de mercado aberto – “open market”

As operações de mercado aberto são realizadas através da compra e venda de títulos por parte do Banco Central. Dessa forma, ele emite ou destrói base monetária, expandindo ou contraindo os meios de pagamento.

Considerando que atualmente quase todos os países têm dívidas públicas bastante significativas, representadas por títulos públicos em circulação, podemos dizer que o “*open market*” é o instrumento de política monetária mais utilizado pelos bancos centrais.

Além deste motivo, operando através do mercado aberto, ao contrário dos instrumentos vistos anteriormente, o Banco Central pode prever com exatidão qual a variação na base monetária ocorrida após a operação, o que pode ser útil no momento da determinação da quantidade de títulos que será comprado ou vendido.

Este processo pode ser melhor observado através de um exemplo prático. Imaginemos que após um longo período de crescimento econômico, o país comece a apresentar sinais de desaquecimento, e o governo deseje estimular o consumo através da redução das taxas de juros cobradas pelos bancos, visto que não há sinais de pressões inflacionárias. Para isso, pode utilizar-se do “*open market*”, comprando títulos públicos em

circulação, e expandindo a base monetária⁴. Com o aumento da quantidade de moeda em circulação, haverá uma maior oferta de crédito, o que ocasionará uma queda nas taxas de juros cobradas pelos bancos, levando em consideração que não há uma inadimplência elevada. Consequentemente, os demandantes de empréstimos ganharam um incentivo para fazerem “pagamentos a prazo”, o que deverá ocasionar um aquecimento da economia. Assim, o objetivo do governo poderá ser alcançado mais facilmente e na medida certa.

O mercado aberto (*open market*) é atualmente o mais utilizado dos instrumentos de política monetária. Em primeiro lugar porque, hoje em dia, quase todos os países têm dívidas públicas bastante significativas, representadas por títulos públicos em circulação.

Em segundo lugar, a utilização deste instrumento, possibilita ao Bacen prever com exatidão qual é a contração ou expansão da base monetária que está causando.

Já a manipulação da taxa de redesconto é mais utilizada quando há a necessidade de uma mudança na trajetória da economia, uma vez que esta pode estimular ou desestimular os empréstimos dos bancos comerciais às pessoas e às empresas.

Por último, a variação na alíquota do depósito compulsório é mais utilizada pelo Banco Central em momentos de crise, uma vez que impacta na multiplicação monetária promovida pelos bancos comerciais, não tendo, assim, perfeita dimensão da variação provocada.

⁴ Ver DORNBUSCH (1991)

CAPÍTULO III - O SEGMENTO DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS NO BRASIL

III.1 - Os diversos tipos de fundos de investimentos

III.1.1 - Definição de Fundo de Investimento e Administradores de Fundos

Os Fundos de Investimento são entidades financeiras que concentram capitais de vários e diferentes indivíduos, pela emissão de títulos de investimento próprios, para aplicação em carteiras diversificadas de títulos e valores mobiliários. Os Fundos são condomínios voluntários, onde cada cotista participa até o limite de suas cotas, expressas pelo Certificado de Investimento, emitido pelo administrador do fundo. Ao aplicar em fundos de investimento, o cotista tem seu dinheiro administrado por profissionais especializados que buscam conciliar retorno com risco de uma carteira, podendo investir em vários ativos financeiros, diversificando seu portfólio.

O Fundo é administrado pela Instituição Administradora, que pode ou não realizar a gestão da carteira do Fundo. O administrador deve, não só cumprir as regras do BACEN e/ou da CVM sobre a composição e diversificação da carteira, bem como observar a política de investimento que é descrita no regulamento de cada fundo.

Os gestores/administradores de Fundos são remunerados pela cobrança da *Taxa de Administração* e pela *Taxa de Performance*, que detalharemos mais a frente. A empresa de *Asset Management Unit* (gestora de recursos) é uma unidade empresarial criada inicialmente pelos bancos para caracterizar a separação entre as áreas de gestão de recursos dos clientes e gestão de recursos da tesouraria das instituições financeiras (conceito de “chinese wall”). Hoje, já encontramos na indústria de fundos, diversas empresas de Administração de Recursos que não têm vínculo com nenhum Banco Comercial ou de Investimento.

III.1.2 - Composição da Carteira dos Fundos de Investimento

Antes de começar uma explanação acerca dos tipos de fundos de investimentos existentes no Brasil, será realizada uma breve classificação dos ativos existentes no país, bem como suas características e como podem ser agrupados.

Entende-se como ativo, todos os bens que conferem um direito aos seus possuidores, representando, portanto, uma obrigação para os seus emissores (para quem esses bens se denominam passivo).

Entre os principais ativos existentes no mercado financeiro brasileiro pode-se citar:

a) Títulos públicos. Atualmente existem em grande quantidade em quase todos os países do mundo, aparecendo como uma forma dos governos se financiarem através da utilização do capital privado. Aparecem sobre diversas formas (pré x pós fixados, prazos de maturação, indexadores, emissores, ...).

b) Títulos privados (CDB's, debêntures, notas promissórias, ...). São utilizados por grandes empresas como uma forma de obter financiamento no mercado privado. Cada título tem uma característica peculiar que o distingue dos demais. Costumam apresentar um retorno maior do que os títulos públicos devido ao maior risco embutido (considera-se que uma empresa apresenta uma maior probabilidade de “*default*” do que um país).

c) Ações. São títulos de propriedade que transmitem aos seus possuidores o caráter de acionistas de uma determinada empresa. Representa uma fração do capital social desta empresa. A ação tem origem nas sociedades anônimas, sejam elas de capital aberto ou fechado.

d) Dólar Comercial. Aquisição da moeda norte-americana mediante uma taxa em relação ao real. Tem grande importância para o comércio externo, tendo procura acentuada em momentos de instabilidade política, econômica e internacional, como instrumento de proteção (*hedge*), uma vez que é considerada uma moeda forte. Os fundos de investimentos podem adquirir este tipo de ativo através de negociação de *swap* e de contratos futuros na BM&F.

e) Commodities. Uma forma de investimento, uma opção entre as tantas opções de investimento no mercado, como poupança ou Fundos de Investimento. São produtos “in

natura”, cultivados ou de extração mineral, que podem ser estocados por certo tempo, sem perda de qualidade (tais como suco de laranja congelado, ouro, trigo, soja, prata...), e são negociados através de Mercados Futuros.

f) Derivativos. São os mercados futuros e de opções, que viabilizam as operações de *hedge* (proteção). Operam preços futuros de ações, dólar, ouro, juros, Índice Bovespa e mercadorias agrícolas. Se uma empresa possui dívidas em dólar, e teme que a moeda aumente sua cotação, ela compra contratos no mercado futuro para se proteger da oscilação. Se ao final do prazo, a cotação dólar subir, a empresa recebe a quantia para comprar a moeda no novo preço.

Após uma pequena explicação dos principais ativos existentes no mercado de capitais brasileiro, cabe uma maior atenção ao estudo dos tipos de fundos de investimentos que utilizam estes ativos em suas carteiras.

Ao ingressar no fundo o investidor adquire cotas de participação, tornando-se cotista do mesmo. Estas cotas tem seu valor estabelecido pela relação entre o patrimônio global do fundo e o número de cotas emitidas até aquela data. Estas cotas podem valorizar-se ou desvalorizar-se de acordo com o contexto do período e a administração exercida pela instituição gestora do fundo de investimentos.

A legislação brasileira distingue dois tipos básicos de fundos de investimentos: fundos de renda variável e de renda fixa. Os primeiros são fiscalizados pela CVM e os demais, até Abril/2004 eram pelo Banco Central, quando nesta data passarão também a prestar informações à CVM (Instrução Normativa 405). A política de investimento de qualquer um dos fundos aparece em seu regulamento, que pode especificar melhor as aplicações e a estratégia do gestor.

Abaixo, analisar-se-á as características gerais de cada um dos tipos de fundos citados acima:

a) Fundos de Renda Variável – assim chamados pois possuem rentabilidade variável do capital investido. São fundos que devem investir no mínimo 51% de todo seu patrimônio em ações de companhias de capital aberto, podendo posicionar parte dos recursos em

mercados de derivativos, isto é, mercados futuros, de opções e a termo (sem que estas operações necessariamente se caracterizem por “*hedge*”).

O saldo pode ser investido em cotas de FIF's (Fundos de Investimentos Financeiros), títulos de renda fixa e cotas de outros fundos de ações. Devido a essas características, os fundos de ações apresentam uma grande volatilidade (alta variação de seu patrimônio) sendo chamados de fundos de renda variável. Portanto, são fundos com alto grau de risco.

b) Fundos de Renda Fixa – mais conhecidos como FIF's (Fundos de Investimento Financeiro), estes fundos podem ser divididos em diversas categorias, de acordo com:

b.1) o risco assumido pelo gestor nas operações realizadas dentro do fundo.

Pode-se separar os fundos de renda fixa em três tipos. No primeiro grupo estariam selecionados os fundos conservadores, que teriam uma grande parte de seu patrimônio alocado em títulos públicos federais de baixíssimo risco, isto é, uma pequena volatilidade, podendo utilizar os instrumentos de derivativos, no caso, mercado futuro de juros, apenas com o intuito de proteger às operações detidas à vista (“*hedge*”). Esta operação pode ser melhor entendida, considerando que alguns fundos têm seu portfólio formado basicamente por títulos públicos federais, e que uma parte destes títulos têm uma taxa de juros pré-fixadas. Assim, no caso de um aumento nas taxas de juros básicas realizado pelo Banco Central, estes títulos perderiam parte do seu valor de face e não poderiam ser chamados de títulos de renda fixa. Para isso, utiliza-se o mercado futuro de juros como uma proteção para decisões inesperadas por parte do Banco Central. Neste grupo encontram-se os fundos chamados pelo mercado de DI, que acompanham a variação da taxa de juros através da alocação do capital integralmente em títulos públicos pós fixados, e os de renda fixa propriamente dito, que costumam apresentar títulos pré-fixados em sua carteira, muitas vezes sem “*hedge*” para eventuais mudanças na política monetária ou risco de mercado.

O segundo grupo, mais conhecido como fundos de derivativos, caracteriza-se por ter uma parte de seu capital alocado em títulos públicos e privados, com risco de crédito, podendo alavancar seu patrimônio (utilizar mais capital do que

realmente possui em carteira) com a utilização de operações nos mercados futuros. Além disso, podem alocar parte de seu patrimônio líquido em ações e opções sobre ações. São fundos que costumam apresentar um risco maior, devido ao grau de alavancagem e volatilidade dos instrumentos de derivativos, podendo até mesmo, em momentos extremos, a necessitar de aportes adicionais de capital.

O terceiro grupo é formado pelos fundos cambiais, que aplicam seu patrimônio em títulos públicos indexados ao dólar. São classificados como fundos de renda fixa, uma vez que estes títulos apresentam como retorno uma taxa pré-fixada, além da variação cambial.

b.2) os tipos de títulos existentes em seu portfólio.

Segundo esse critério, pode-se dividir os FIF's em diversas outras categorias. Como exemplo: fundos com baixo risco de crédito e de mercado, que utilizam apenas títulos públicos pós fixados; fundos que apresentam baixo risco de crédito, mas sujeitos às variações nas taxas de juros, que utilizariam títulos públicos pré-fixados. Fundos de renda mista, que alocariam parte de seus recursos em ações e opções. FIF's que mantivessem em seus portfólios títulos privados, incorrendo, assim, em risco de crédito, e etc...

É bom salientar que cada um dos tipos de fundos ou, ainda, cada subtipo apresentado acima tem um *benchmark* pré-estabelecido. *Benchmark* é um indicador, cujo objetivo é se tornar um comparativo à rentabilidade do fundo. Logo, o retorno do fundo deverá ser igual ou superior ao *benchmark* pré-estabelecido.

III.1.3 - Categorias dos Fundos

Após uma análise detalhada sobre classificação e tipos de fundos, iremos descrever as principais categorias dos Fundos de Investimentos⁵:

⁵ Ver Gazeta Mercantil

. **FITVM – Fundos de Investimentos em Títulos e Valores Mobiliários:** Podem ser abertos ou fechados e devem ter o patrimônio investido principalmente em ações, opções de ações e índices.

. **Fundos Referenciados:** Sua rentabilidade deve acompanhar um determinado referencial. No mínimo 95% da carteira deve estar aplicada em títulos e papéis que dêem rendimento próximo ao da variação do indicador escolhido; e 85% em títulos do Tesouro Nacional ou do Banco Central ou ainda em títulos privados classificados com baixo risco pelas agências de “rating”.

. **Fundos não Referenciados:** São fundos como os de renda fixa em que até 80% da carteira são aplicados e, títulos públicos federais ou privados de baixo risco (classificados pelas agências de “rating”). Os 20% restantes poderão ser livremente aplicados, inclusive em derivativos, desde que com a finalidade de proteger a carteira. Eles não podem ser alavancados, ou seja, as aplicações não podem superar o tamanho da carteira.

. **Fundos Genéricos:** Têm total liberdade para compor suas carteiras e podem alavancar seu patrimônio, aumentando o risco. Os fundos Derivativos Moderado e Conservador e alguns antigos fundos de Renda Mista e Multi-carteira se enquadram nesta categoria.

. **Fundos Genéricos Agressivos:** São mais arriscados do que os Genéricos. Nesta categoria estão incluídos os fundos Derivativos Agressivos e antigos fundos de Renda Mista e Multi-carteira.

. **Fundos de Capital Garantido:** Acompanham a valorização do mercado de ações e em caso de queda da bolsa, garantem um mínimo de retorno de capital aplicado.

. **Fundos Exclusivos:** Fundos com número restrito de participantes, que pode ser de Renda Fixa ou Renda Variável.

. **FIF Exclusivo para FAC:** FIFs (Fundos de Investimentos Financeiros) que recebem somente recursos de FACs (Fundos de Aplicações em Cotas).

. **PGBL:** Plano de Previdência Complementar cujas aplicações podem ser deduzidas na declaração anual de I.R. até o limite de 12% da renda bruta anual. Existem em três versões:

Soberano - que aplica apenas em títulos públicos federais; Renda Fixa – que aplica em títulos públicos federais e outros títulos de renda fixa; Composto – que aplica em títulos públicos e de renda fixa e até 49% em renda variável.

. **FIEX – Fundos de Investimentos no Exterior:** Fundos que aplicam no mínimo 80% dos recursos em títulos da dívida externa brasileira.

. **Fundos de Pensão:** São entidades fechadas de previdência privada e foram instituídos no país pela Lei 6.435, de 1977. Esses fundos não visam distribuição de lucros e ao contrário da Previdência Social, que é obrigatória, são organizados por uma empresa ou grupos de empresas cujos empregados participam de forma facultativa, com a finalidade de garantir o pagamento de benefícios complementares aos da previdência social. Seu patrimônio pode ser aplicado em imóveis, ações e renda fixa, dentro dos limites estabelecidos pelo Banco Central. No ano passado, somaram R\$ 216 bilhões as aplicações dos 272 fundos, principalmente em ações negociadas na Bovespa e em imóveis e calcula-se que o patrimônio dos três maiores fundos do país alcance R\$ 95 bilhões (participação de 18,2% do PIB).

III.1.4 - Administração e Controle de Risco

A análise de risco do Fundo é feita por empresas classificadoras (*rating*), que têm obrigação também, de analisar o país de origem e a instituição gestora do Fundo. O controle de Risco pode ser avaliado principalmente por duas formas: a) pela Volatilidade: grau médio de variação das cotações de um título ou fundo de investimento, em um determinado período de tempo. Alta volatilidade significa que o valor da cota apresenta forte variação. A volatilidade é um dos indicadores de risco mais utilizados no mercado; e b) pelo Índice de Sharpe: utilizado pelos profissionais do mercado financeiro, que, tentando melhor qualificar um determinado investimento, relaciona o risco e o retorno deste investimento. Quanto maior o retorno e menor o risco do investimento, melhor será o Índice de Sharpe.

O *rating* é importante pois é uma forma de um investidor decidir onde vai investir podendo comparar as alternativas de investimento.

III.1.5 - Remuneração dos administradores dos Fundos

Não podemos deixar de mencionar as Taxas de Remuneração, que são cobradas através de duas formas, das quais os administradores/gestores dos fundos de investimento são remunerados que são descontadas diretamente do valor da cota: a) Taxa de Administração: taxa cobrada pela instituição financeira pela administração de um fundos de investimento. Fica a critério da instituição estabelecer o valor percentual dessa taxa, que no entanto está pré-estabelecida no regulamento do fundo. Todo fundo de investimento tem uma taxa de administração. b) Taxa de Performance: taxa percentual cobrada sobre uma parcela da rentabilidade do fundo, que exceder a variação de um determinado índice previamente estabelecido.

III.1.6 - Tributação

As principais fontes de tributação nos Fundos de Investimentos são basicamente duas: o Imposto de Renda (IR) e o Impostos sobre Operações Financeiras (IOF). O primeiro é descontado mensalmente em 20% sobre a rentabilidade do Fundo como forma de come-cotas (são deduzidas no final do mês a quantidade de cotas, do cotista, proporcional aos 20% da rentabilidade). O segundo, é um imposto regressivo, ou seja, conforme passa-se o tempo o imposto vai regredindo, até chegar a zero no trigésimo dia da aplicação; Neste caso, só haverá incidência de IOF novamente, quando houver uma nova aplicação (que será sobre o valor da nova aplicação).

Em agosto de 2004 será possível aos cotistas abrir a Conta de Investimento, na qual não haverá incidência de CPMF em caso de mudança de aplicação em fundos, o que será um estímulo aos investidores.

III.2 - Evolução Patrimonial e Rentabilidade dos principais tipos de fundos de investimentos no Brasil durante o Plano Real e os principais índices financeiros.

Em anexo, apresenta-se um histórico da evolução dos principais tipos de fundos de investimentos, onde se mostra dados de Patrimônio Líquido (PL) e rentabilidade mensal,

além dos principais números indicadores da economia brasileira. Para isso, utiliza-se como base o banco de dados da ANBID (Associação Nacional de Bancos de Investimento e Desenvolvimento), do IPEA-Data e do IBGE.

Adicionalmente, incluiu-se uma tabela com três índices financeiros, que possuem maior relevância e correlação com os fundos de investimentos que iremos averiguar, podendo ser chamados de *benchmark*.

O desempenho desses índices está relacionado às políticas monetárias utilizadas pelo Banco Central, uma vez que, no curto e médio prazo, a expansão monetária provoca a queda das taxas de juros e a depreciação da moeda⁶, resultando num aumento da demanda por bens e, *ceteris paribus*, o aumento do produto. Logo, a política monetária expansionista, através do aumento do produto, leva às empresas a apresentarem melhores resultados financeiros, fazendo com que suas cotações das ações em bolsas de valores subam, elevando o índice Bovespa.

III.2.1 - A Taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI)

Pode ser definida como a taxa cobrada por empréstimos realizados entre instituições financeiras. Muito utilizada como comparativo de fundos de renda fixa, uma vez que estes, tendo seus portfólios basicamente composto de títulos públicos, apresentam um retorno fixo, que têm uma variação próxima a esta taxa.

O Certificado de Depósito Interbancário tem sua taxa de juros sempre próxima a taxa básica de juros da economia, SELIC. Assim, quando o Banco Central adota uma política monetária contracionista, elevando a taxa básica de juros, o CDI também terá uma taxa mais elevada.

III.2.2 - O Dólar comercial (PTAX)

Representa a relação entre o valor da moeda norte-americana e o Real (taxa de câmbio). Tem grande importância para o comércio externo, tendo procura acentuada em

⁶ Ver BALNCHARD (1999)

momentos de instabilidade política e /ou social, como instrumento de proteção (“*hedge cambial*”).

No regime de câmbio flutuante, a política monetária tem um papel fundamental na variação do valor da moeda norte-americana em relação ao Real (taxa de câmbio).

Um exemplo claro seria um cenário de turbulência externa, onde as incertezas provocassem a saída de capitais estrangeiros dos países emergentes. Uma forma do governo destes países evitar esse fluxo negativo de capitais seria que seu Banco Central promovesse uma política monetária contracionista, elevando a taxa básica de juros da economia, aumentando, assim, a atratividade destes países para os investidores estrangeiros. Como consequência à entrada de capitais externos, a taxa de câmbio (R\$/US\$) cederia.

III.2.3 - O Ibovespa Médio (IBOV MEDIO)

Este índice representa a variação percentual do valor dos papéis mais negociados na bolsa de valores de São Paulo (Bovespa), bolsa de valores que apresenta o maior volume de negócios no país.

É influenciado pela política monetária adotada pelo Banco Central, uma vez que, por se tratar de um índice composto por ativos de risco, sempre tem sua variação percentual comparada com o a taxa básica de juros da economia, considerada como taxa de retorno sem risco. Os investidores estarão constantemente mensurando o custo de oportunidade de aplicações em ativos sem risco em troca dos com risco.

Assim, se o Bacen adotar uma política monetária contracionista, elevando a taxa básica de juros da economia (SELIC), as aplicações em ativos de risco se tornaram menos atrativas, uma vez que a rentabilidade dos ativos sem risco aumentou.

CAPÍTULO IV - A CONJUNTURA ECONÔMICA PÓS PLANO REAL (1995-2003) E OS SEUS IMPACTOS SOBRE OS FUNDOS DE INVESTIMENTOS

No final do ano de 1994, o Plano Real pela primeira vez atravessou uma turbulência internacional, quando o México encontrava-se numa profunda crise financeira. Os investidores estrangeiros, receosos da magnitude que esta crise poderia tomar, provocaram uma retirada de recursos dos países emergentes, procurando investimentos mais seguros em economias mais fortes e que estivessem, portanto, menos expostas ao risco.

Consequentemente, o Brasil que vinha passando por um período de relativa estabilidade econômica, com redução das taxas de inflação e crescimento do PIB, teve sua economia afetada pela grande saída de capitais estrangeiros e diminuição das reservas internacionais. A taxa de câmbio passou a ficar pressionada, após o período inicial (jun/94 a dez/94) de valorização cambial (R\$/US\$), e o índice da bolsa de valores de São Paulo (IBOVESPA) sofreu forte queda durante o primeiro trimestre de 1995.

O Banco Central necessitou, portanto, tomar medidas que cessassem o fluxo negativo de capitais do país. Para isso, a autoridade monetária usufruiu dos instrumentos de política monetária, elevando a taxa básica de juros da casa dos 46%a.a. em Fev/95 para 65%a.a. em Mar/95.

Além disso, foi adotado um regime de banda cambial que visava manter a taxa de câmbio num nível um pouco acima dos meses iniciais do Plano Real, evitando que houvesse novas valorizações cambiais, que incentivaram o consumo de bens importados e provocaram déficits comerciais no final de 1994, segundo dados do Banco Central. Este regime também visava evitar a desvalorização cambial que poderia induzir a economia a novas rodadas de indexação dos preços, gerando a inflação. Como resposta às medidas tomadas, o Ibovespa teve uma alta de quase 30% no mês de abril de 1995.

A taxa de juros permaneceu na casa dos 60% a.a. durante o segundo trimestre do ano de 1995, enquanto a taxa de câmbio (R\$/US\$) sofria uma lenta desvalorização. O IGPM, que mede a inflação de preços num determinado mês, sofreu uma pressão altista,

provocada provavelmente pela alta da cotação da moeda norte-americana sobre o preço dos produtos.

Entretanto, com a volta de capitais estrangeiros para o país a partir do início do terceiro trimestre e a uma taxa de inflação menor do que no início do trimestre anterior, o Banco Central pôde promover um afrouxamento da política monetária, baixando gradualmente a taxa básica de juros de 60%a.a. em jun/95 para 38%a.a. em dez/95. No entanto, a taxa de câmbio (R\$/US\$) continuou subindo lentamente, fechando o ano com variação positiva de 15%.

Enquanto isso, a bolsa de valores de São Paulo pareceu reagir bem às sucessivas quedas da taxa de juros básica e a retomada da atividade econômica no quarto trimestre, fechando o ano com valorização positiva de 14,5%. No cenário externo, o índice da bolsa norte-americana (Dow Jones) teve um comportamento tranquilo no decorrer do ano, obtendo ganho de 33,5%.

Cabe ressaltar que no ano de 1995, foi implementado pela CMN e pelo Banco Central uma nova legislação pertinente aos fundos de investimentos, que deu um grande incentivo ao crescimento deste segmento. Esse aumento na procura por fundos de investimentos pode ser explicado pela Resolução nº 2183 do CMN e pela Circular nº 2616 do Banco Central que disciplinaram a constituição e o funcionamento de Fundos de Investimento Financeiro e de Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimento.

Os principais pontos desta nova legislação visavam buscar uma maior transparência dos fundos de investimentos, ou seja, uma maior quantidade de informações aos clientes (custos, regras para resgates e aplicações, política de investimento, riscos, divulgações de resultados e informações ao Banco Central, entre outros), para que estes passassem a conhecer melhor os fundos em que estavam aplicando os seus recursos. Além disso, a Resolução nº 2183 procurou regulamentar a administração dos fundos, estabelecendo uma distinção entre os administradores e os gestores dos fundos e uma separação entre a administração de recursos próprios das instituições financeiras da administração de recursos de terceiros (“*Chinese Wall*”). Todas essas medidas deram um incentivo extra ao segmento de fundos de investimentos, uma vez que demonstrou uma maior organização e

controle por parte do Banco Central, resultando em um maior crescimento do segmento no Brasil a partir deste ano.

Voltando à análise de conjuntura, a tranquilidade no cenário econômico internacional no início de 1996 possibilitou à autoridade monetária prosseguir com o afrouxamento da política monetária, dando continuidade à redução gradual da taxa básica de juros. Essa política reduzia cada vez mais os ganhos dos fundos de renda fixa com títulos pós fixados, que têm seu rendimento indexado a taxa de juros.

No cenário econômico, o sistema financeiro passava por uma fase de adaptação ao novo cenário de inflação baixa, provocando uma desaceleração do crescimento visto em fins de 1995.

O Banco Central mais uma vez utilizou os instrumentos de política monetária, com o intuito de aquecer a economia. Para isso, realizou uma flexibilização das restrições ao crédito, através da redução gradual das taxas de juros e da alíquota do depósito compulsório, a partir de abril de 1996.

A resposta positiva logo foi dada pela Bovespa que subiu quase 20% em dois meses (maio e junho), mostrando a aprovação dos investidores à política adotada pela autoridade monetária. Com isso, os fundos de ações obtiveram um ganho expressivo no período, ao contrário dos fundos de renda fixa, que com a redução dos juros, tinham sua rentabilidade cada vez mais reduzida.

O cenário positivo permaneceu durante o restante do ano, tendo como principais elementos a baixa taxa de inflação e a recuperação das taxas de crescimento econômico, observado na expansão do PIB trimestral.

Assim, os fundos de ações foram os grandes beneficiados do ano de 1996, com a expressiva valorização da bolsa de valores de São Paulo, que encerrou o período com ganho de 63,77%, enquanto os fundos de renda fixa encerraram o ano com ganho em torno de 27% quase metade da rentabilidade do ano anterior, resultado da redução das taxas de juros, política monetária expansionista.

Em relação aos fundos cambiais, que procuram ter sua rentabilidade indexada à moeda norte-americana, o ano de 1996 pode ser considerado ruim em termos de rentabilidade, uma vez que a taxa de câmbio (R\$/US\$) apresentou uma variação de apenas 7%, pouco se comparado aos ganhos com aplicações em bolsa de valores e fundos de renda fixa.

Essa pequena variação cambial pode ser explicada pelo cenário interno e externo tranquilo, o que não provocou pressões adicionais na taxa de câmbio (R\$/US\$). Adicionado a este fato temos as quedas da taxa básica de juros, que diminuem a atratividade dos papéis de renda fixa brasileiros, provocando uma pequena saída de capital estrangeiro, o que resultou nesta ligeira alta da taxa de câmbio (R\$/US\$).

Um ponto interessante a ser observado é que, durante o ano de 1996, apesar da rentabilidade dos fundos de investimentos serem influenciados pela política monetária adotada pelo Banco Central, a captação de recursos destes fundos pareceu não responder a estas diferentes políticas.

Isso se torna claro quando analisa-se os quadros de evolução do Patrimônio Líquido dos diversos tipos de fundos da indústria durante o ano de 1996. Mesmo com a redução da taxa básica de juros, que reduzia a rentabilidade dos fundos de renda fixa, estes continuaram a ter seus Patrimônios Líquidos aumentados por novas aplicações de recursos. Enquanto, os fundos de ações, mesmo com ganhos expressivos, pareciam receber percentual de recursos semelhante ao dos fundos de renda fixa, excluindo-se o ganho com rentabilidade dos ativos.

O aquecimento econômico verificado no último semestre de 1996 prosseguiu pelo ano seguinte. A economia brasileira apresentou índices de inflação bastante reduzidos e crescimento da economia a taxas razoáveis.

No início de 1997, o país apresentou sinais de melhora no desempenho das contas externas. Verificou-se uma redução no crescimento das importações, acompanhada de um aumento nas exportações (Fonte: IPEA). Além disso, constatou-se uma redução do “spread” na captação de recursos externos, isto é, captar recursos no exterior estava sendo

feito a taxas de juros menores, portanto, tornando-se mais fácil o país buscar financiamento externo.

Até o mês de maio, verificamos uma redução na taxa básica de juros da economia, dando continuidade à política monetária expansionista do governo, adotada desde meados do ano anterior.

Este cenário favorável resultou num período de forte alta nos papéis da Bolsa de Valores de São Paulo, que encerrou o primeiro semestre de 1997 com valorização de quase 80%. Em contrapartida ao lucro obtido pelos fundos de renda variável ou fundos de ações, a rentabilidade dos fundos de renda fixa cada vez mais diminuía, resultado da política monetária adotada pelo Banco Central.

Em relação ao mercado de câmbio, podemos dizer que este se comportou de forma estável durante o primeiro semestre. Apesar de ocorrer uma certa volatilidade no mercado futuro, devido aos elevados déficits comerciais observados no final de 1996 (Fonte IPEA), a autoridade monetária não hesitou em vender títulos públicos federais indexados ao dólar, o que aliviou a pressão na taxa de câmbio (R\$/US\$).

Em junho de 1997, todo este cenário econômico positivo começou a mudar com o início da crise asiática. O primeiro país atingido foi a Tailândia (junho de 1997), seguido da Malásia (agosto de 1997) e Hong Kong (outubro de 1997).

As economias dos países em desenvolvimento passaram a enfrentar um novo cenário internacional. Verificou-se uma redução brusca no fluxo de capitais estrangeiros para essas economias. Levando em consideração os fracos fundamentos econômicos destes países (resultado fiscal decepcionante, necessidade de financiar os elevados déficits em conta corrente com poupança externa, dúvida sobre a capacidade de honrar suas dívidas), o mercado internacional encontrou-se em situação de extrema falta de liquidez.

A única forma encontrada pelo governo brasileiro para enfrentar esta saída de capitais estrangeiros foi adotar uma política monetária contracionista. Através da elevação da taxa básica de juros, o Banco Central procurou tornar os títulos da dívida externa brasileira mais atrativos aos investidores estrangeiros e cessar o fluxo negativo de capitais.

Assim, a taxa básica de juros que se encontrava em 20%a.a. em setembro subiu para 44%a.a. em novembro de 1997. O resultado dos diversos tipos de fundos de investimentos a esta medida foi bastante diversificado.

Enquanto os fundos DI (carteira integralmente formada por papéis pós fixados) tiveram um aumento na sua rentabilidade, os fundos de derivativos tiveram resultados diferentes, de acordo com as apostas que eram feitas em relação à taxa de juros. Dessa forma, os fundos que apostavam na continuidade de queda das taxas de juros básicas tiveram perdas consideráveis com a política adotada pela autoridade monetária. O mesmo acontecendo com os fundos de renda fixa que possuíam em sua carteira grande quantidade de títulos pré-fixados.

No mercado acionário, o excelente desempenho apresentado pelos fundos de ações no primeiro semestre não teve continuidade. Nos meses de agosto e outubro, o índice da Bolsa de Valores de São Paulo teve forte queda de 16,46% e 23,75%, respectivamente, acompanhando as crises na Malásia e em Hong Kong.

Em relação aos fundos cambiais, o Banco Central prosseguiu com sua política de oferecer títulos públicos indexados ao dólar, acalmando o ânimo dos investidores que buscavam “*hedge*”. Apesar do cenário externo conturbado, a pressão sobre a taxa de câmbio (R\$/US\$) não resultou em grandes desvalorizações, somente pequenas variações que já vinham sendo observadas anteriormente. Como consequência, os fundos cambiais tiveram um desempenho bem abaixo dos fundos DI e dos fundos de ações.

Considerando uma alta de mais de 40% no período de janeiro a dezembro de 1997 no índice da Bolsa de Valores de São Paulo, os fundos que apresentaram melhor desempenho no ano foram novamente os fundos de ações, resultado este baseado nos ganhos obtidos no primeiro semestre.

Já os fundos de renda fixa com títulos pós fixados (DI), apesar da alta da taxa básica de juros no último trimestre, tiveram mais um ano de rentabilidade reduzida em relação ao ano anterior (média de 24% a.a.). A causa desta redução de rentabilidade foi novamente a política expansionista adotada pela autoridade monetária durante o início do ano.

Mais uma vez, verifica-se que, apesar da forte alta da Bolsa de Valores de São Paulo, não ocorreram grandes realocações de portfólio durante o ano de 1997. O crescimento observado no Patrimônio Líquido dos diversos tipos nada mais sugere do que a rentabilidade obtida pelo fundo naquele período, adicionado a uma parcela de captação, que parece ser proporcional ao Patrimônio inicial dos fundos em todas as categorias.

No início de 1998, outros países asiáticos (Indonésia e Coréia) entraram em crise com problemas de financiamento externo. Entretanto, o governo brasileiro, através de um programa que visava reduzir o déficit fiscal, parecia ter conquistado a confiança dos investidores estrangeiros. Houve uma retomada de capitais externos para o país, que chegou a ter um nível recorde de reservas internacionais em abril de 1998.

Esta melhora do cenário interno, levou o índice da Bolsa de Valores de São Paulo a subir durante o primeiro trimestre. Isto tudo acompanhado por uma política monetária expansionista, que visava aquecer a economia que se apresentava estagnada desde meados do ano de 1997. Para melhor visualização desta estagnação no crescimento econômico, basta verificar os dados de PIB trimestral contidos na tabela em anexo no período de junho de 1997 a dezembro de 1997.

Conseqüentemente, durante o primeiro trimestre, os fundos de ações apresentaram uma boa rentabilidade e pareciam ser uma boa opção de investimento para aquele ano. Enquanto, os fundos de renda fixa em geral projetavam mais um ano de queda na rentabilidade, devido à política de redução da taxa básica de juros da economia, que trouxe a taxa de 42% a.a. no final de 1997 para a casa dos 20% a.a. em abril de 1998.

No entanto, o elevado déficit em conta corrente gerado principalmente pelo pagamento de juros da dívida externa, divulgado junto a outros resultados negativos, adicionado às incertezas em relação ao ajuste fiscal promovido pelo governo, geraram desconfianças por parte dos investidores estrangeiros, que promoveram uma saída de capitais do país, provocando uma perda significativa de reservas internacionais. O Ibovespa não resistiu a pressão e caiu 15% em maio.

Chegando o segundo semestre, o cenário piorou. A grande concentração de vencimento de dívida russa de posse de investidores preocupava o mercado internacional.

E foi nesse momento, em que o governo brasileiro mantinha uma política monetária expansionista com o intuito de reduzir os juros pagos, promovendo um ajuste fiscal, que a Rússia decretou moratória.

A fuga de capitais dos países emergentes foi imediata. Para o governo brasileiro nada mais restou, a não ser elevar novamente as taxas básicas de juros da economia.

Entretanto, na situação fiscal em que se encontrava, a política contracionista foi mal recebida pelos investidores, uma vez que aumentariam os gastos com pagamento de juros. As reservas internacionais continuaram caindo bruscamente. O índice da Bolsa de Valores de São Paulo tomou noção da situação e no mês de agosto, quando apresentou uma queda de 40%.

Como o país estava em processo de eleições presidenciais (outubro de 1998), as reformas fiscais foram postergadas. Com a reeleição de Fernando Henrique Cardoso, foi negociado um ajuste fiscal com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em troca de recursos, que somaram US\$ 41 bilhões.

Este pacote de ajuda do FMI deu uma tranquilidade temporária ao mercado interno. Entretanto, alguns indicadores negativos divulgados no final de 1998, mostravam que a economia não estava bem.

No fechamento do ano, os fundos de ações apresentaram grandes perdas patrimoniais, uma vez que o Ibovespa havia caído 33%, devolvendo toda o ganho obtido no primeiro trimestre. Os fundos cambiais tinham obtido um resultado um pouco maior do que os anos anteriores, fruto da maior variação da taxa de câmbio (R\$/US\$) no mês de agosto, quando da decretação da moratória russa. Os fundos DI, apropriaram-se da elevação da taxa básica de juros para obter um ganho um pouco maior do que do ano anterior. E com uma rentabilidade de 28%, podiam ser considerados o melhor investimento para aquele ano.

Após o pacote de ajuda do FMI ter dado uma tranquilidade temporária aos investidores, o governo precisava adotar medidas que recuperassem a confiança destes. Pensando nisso, o presidente Fernando Henrique Cardoso fez mudanças ministeriais com o

intuito de dar continuidade as reformas fiscais. Entretanto, os investidores pareciam acreditar cada vez menos na economia brasileira. Com um cenário doméstico incerto e sem mudanças expressivas que recuperassem a confiança dos investidores, o índice da Bolsa de Valores de São Paulo caiu 23%.

A saída de capitais do país foi violenta, gerada pelo pânico entre os investidores, que pareciam cada vez mais desconfiados do ajuste fiscal. Como consequência, o país teve uma perda assombrosa de reservas internacionais.

Nesse contexto, em 13 de janeiro de 1999, o presidente do Banco Central, Gustavo Franco, que defendia o regime de taxa de câmbio fixa, foi substituído por Francisco Lopes. Ficou claro que o governo iria mudar a política cambial e, a princípio, foi adotada uma política cambial diagonal endógena, onde o câmbio oscilaria entre R\$1,20/US\$ e R\$1,32/US\$. No entanto, a cotação da moeda norte-americana deslocou-se diretamente para a cotação máxima de R\$1,32/US\$, com desvalorização da taxa de câmbio em 9%. Com dois dias de perdas significativas de reservas internacionais, o Banco Central teve que mudar o regime de bandas para um sistema de câmbio livre, nomeando um novo presidente para o Banco Central, Armínio Fraga.

A cotação da moeda norte-americana disparou, ocorrendo uma desvalorização cambial de 64% no mês de janeiro de 1999. Os fundos cambiais tiveram ganhos exorbitantes. Os fundos de ações também se beneficiaram da alta na taxa de câmbio, uma vez que o valor em dólar das ações negociadas na Bolsa de Nova York caía, tornando-se mais baratas para os investidores estrangeiros. Como consequência, o índice da Bolsa de Valores paulista subiu 23% no mesmo mês. Já a política monetária adotada pela autoridade monetária não sofreu mudanças nos dois primeiros meses do ano.

Apesar da desvalorização cambial adicional ocorrida, os meses subsequentes a crise teve bons resultados. A força do governo no Congresso parecia aumentar, pois todas as medidas fiscais pleiteadas foram aprovadas, o medo de reindexação de preços não se confirmou, apesar de haver uma alta nos índices de inflação, a situação parecia controlada e, ainda, os impactos sobre a atividade econômica foram menores do que se esperava (vide tabela em anexo).

Assim, no mês de março, a taxa de câmbio começou a retornar do “*overshooting*” (desvalorização exagerada da taxa de câmbio) acontecido nos dias pós desvalorização. A cotação da moeda norte-americana caiu 16% no período. Os investidores pareciam acreditar nos bons resultados e a Bolsa de Valores paulista subiu mais 23%.

Com este cenário, o Banco Central resolveu fazer uma política monetária contracionista, elevando a taxa básica de juros da casa dos 30%a.a. em fevereiro para quase 50%a.a. em março, buscando melhorar o fluxo de capitais externos que estavam escassos e manter o controle do nível de preços.

Nos meses subsequentes a alta da taxa básica de juros, houve um afrouxamento da política monetária, com o intuito de reaquecer a economia. Como consequência às medidas para facilitar as condições de crédito, ocorreu uma forte expansão do consumo de bens duráveis. A economia retomou sua trajetória de crescimento, sem que se observasse uma aceleração da inflação.

Num cenário interno mais tranquilo, a taxa de câmbio valorizou 25% de março a maio, reduzindo os lucros obtidos pelos fundos cambiais no início do ano. Enquanto isso, a taxa básica de juros continuava em sua trajetória de queda gradual, reduzindo a rentabilidade auferida aos fundos de renda fixa.

Entretanto, este cenário de tranquilidade passou por momentos de instabilidade política nos meses de agosto a outubro, dando prosseguimento a tendência de desvalorização cambial. Este problema, adicionado ao fluxo escasso de capitais estrangeiros e concentração de vencimento de dívidas, só pôde ser resolvido com intervenções periódicas por parte do Banco Central. A taxa de câmbio encerrou o ano com uma desvalorização de 48%, resultando em bons ganhos para os fundos cambiais.

Em relação a taxa básica de juros, o Banco Central continuou com sua política expansionista, levando os fundos de renda fixa a obterem um resultado anual (25%) menor do que no ano anterior.

Já o mercado acionário, depois de um ano ruim, voltou a obter grandes retornos financeiros, fechando o ano com a expressiva valorização de 150% no índice da Bolsa de

Valores de São Paulo. Esta alta foi influenciada, pela forte valorização das ações nos últimos dois meses do ano, quando houve a expectativa dos investidores domésticos de que haveria uma grande entrada de capitais estrangeiros no país no princípio de 2000, além da queda do preço em dólar das ações no princípio do ano, o que provocou compra de ações por parte dos investidores estrangeiros.

Fazendo um estudo mais detalhado dos dados sobre a captação dos diversos tipos de fundos de investimentos, mais uma vez, percebe-se que a rentabilidade não foi um fator determinante na hora de aplicar o capital. Fundos de ações e cambiais apresentaram captações pouco acima do normal, sendo a maior parte da variação de seus Patrimônios Líquidos resultantes de seu ganho com rentabilidade.

O ano de 1999 foi marcado, ainda, por uma importante mudança na legislação de fundos de investimentos, que ocorreu com a implementação do resgate de cotas nos Fundos de Investimentos Financeiros e nos Fundos de Aplicação em Quotas de Fundos de Investimentos a qualquer tempo com rendimento. Essa liquidez diária incentivou ainda mais o crescimento do segmento, devido a facilidade com que o investidor poderia ter seus recursos em caixa em caso de necessidade, visto que anteriormente era necessário aguardar o término do período de carência para obter seus recursos com rendimento. Essa Circular (nº 2906 de 30/06/1999) do Banco Central foi muito bem aceita pelos investidores, promovendo um maior crescimento para o segmento de fundos de investimentos durante o ano de 1999.

O ano de 2000 teve como destaque a manutenção do controle da inflação, a ênfase no ajuste das contas públicas e a retomada do crescimento no nível de atividade. A evolução favorável da inflação permitiu a redução da taxa Selic que passou de 19% a.a., em janeiro, para 15,75% em dezembro., que só não baixou mais devido a alta nos preços do petróleo as incertezas no ambiente externo.

Em Abril de 2000, a crise nas bolsas de valores americanas, em particular na Nasdaq, influenciou fortemente o mercados de capitais no Brasil, gerando uma insegurança entre os investidores, e conseqüentemente, revertendo as expectativas em relação aos juros.

Com a melhora no cenário externo nos meses de Junho e Julho e com a queda da taxa Selic, estabeleceu-se novo patamar de juros e criou expectativas de novas reduções no terceiro trimestre. A partir deste período, gerou-se muitas incertezas quanto ao cenário internacional, decorrentes da crise do petróleo e da evolução da crise na Argentina e houve temor dos investidores quanto a uma possibilidade de recessão nos EUA. Mas a contração nos preços do petróleo e a evolução das negociações de ajuda externa à Argentina, gerou expectativas positivas, e a taxa Selic fechou o ano a 16,7% a.a.

Quanto as bolsas de valores, não repetindo o desempenho observado em 1999, registraram perdas no ano de 2000. No início do ano, o investimento em ações superou o investimento em aplicações financeiras, devido à valorização destas de 151,9% no ano anterior, fazendo com que o Ibovespa atingisse o valor histórico de 18.951 pontos. Porém, o cenário externo desestabilizou o mercado acionário brasileiro (como por exemplo, o desmembramento da Microsoft) e o Ibovespa retraiu-se 12,8% em abril (Fonte: Banco Central).

Após uma ligeira melhora nos meses de maio à outubro, com o início da crise do petróleo, a crise da Argentina e a indefinição da economia Norte-Americana, o Ibovespa entrou em novo ciclo negativo, perdendo 23,4% entre setembro e novembro. Mas essa tendência se reverteu, devido à queda do preço do petróleo, em dezembro, e às negociações para ajuda internacional à Argentina, que diminuíram as incertezas de mercado. O Ibovespa subiu 14,8%.

As aplicações em Fundos registraram expansão em 2000, e junto com a retomada do crescimento econômico, gerou melhoria das condições de liquidez e a ampliação das operações de crédito. O patrimônio líquido dos FIFs fechou o ano em R\$ 271,5 bilhões, expansão de 36,7%.

No panorama econômico brasileiro de 2001, tiveram maior influência a desaceleração da economia mundial, o racionamento de energia, o aumento das taxas de juros e a crise argentina.

A inflação acumulada nesse ano foi de 7,67%, um pouco acima do previsto, devido principalmente à desvalorização do Real, enquanto que o nível de atividade, o PIB, fechou o ano com um crescimento real de cerca de 2%.

O cenário de incertezas que prevaleceu no ano de 2001 refletiu no desempenho dos mercados financeiros e de capitais. O resultado observado foi a elevação da taxa Selic, que até então estava no patamar mais baixo desde a implantação do Plano Real, queda no valor das ações e depreciação da taxa de câmbio.

A trajetória da taxa básica em 2001 foi similar ao observado no ano anterior, atingindo 17,3% a.a.. Ao contrário do ano anterior, neste ano houve forte reversão da tendência de queda a partir de segundo trimestre, finalizando o ano em 9%, ante 10,8% no ano anterior.

A partir no mês de maio, a alta volatilidade nos mercados futuros de juros e de câmbio reverteram a tendência de queda da taxa básica, e a Selic subiu 3,75 p.p.

Os atentados terroristas de 11 de setembro teriam resultados muito mais negativos se não fossem as medidas adotadas pelo Banco Central, no sentido de restringir a liquidez do sistema financeiro, e ainda os resultados positivos da balança comercial e a diminuição da necessidade de financiamento do balanço de pagamentos.

O cenário do mercado de ações entre o final de 2000 e o início de 2001 foi positivo, mas revertido a partir de fevereiro em razão dos indicadores da economia americana. Nos primeiros 3 meses do ano, a variação do Ibovespa acumulou queda de 5,4%, que, após uma elevação nas taxas de juros oscilou em torno de 14.500 pontos, sem uma tendência.

Em março foi alterada a alíquota da CPMF, imposto que incide sobre a aplicação inicial de todas as modalidades, exceto caderneta de poupança (para aplicações superiores a 3 meses), com incidência indireta nos fundos de ações, o que resultou numa redução do volume negociado em bolsa.

Em junho se iniciou o racionamento de energia, que, tendo em vista efeitos negativos sobre os lucros futuros das empresas e os atentados terroristas nos EUA, era

fator de incerteza, e acentuou a queda do Ibovespa, que atingiu 10.034 pontos em 14 de setembro, o menor nível desde agosto de 1999 e do volume médio negociado, que alcançou valores inferiores a R\$500 milhões no terceiro trimestre. Os fundos de ações tiveram uma queda de 14% em sua rentabilidade.

O saldo das aplicações financeiras totalizou R\$557,5 bilhões ao final de 2001, crescimento de 13,1% no ano. Os FIFs atingiram patrimônio líquido de R\$320,6 bilhões, com expansão de 18,1% em relação a 2000, enquanto os Fundos de Ações tiveram uma evolução do Patrimônio Líquido de 2,2%, atingindo R\$24,9 bilhões ao final de dezembro e rentabilidade de 4,3% (Fonte: Banco Central).

O ano de 2002 começou com expectativas de redução das taxas de juros e redução do risco país. Mas, no decorrer do ano, houve um aumento da volatilidade nos mercados de câmbio e juros, provocado pela maior aversão dos investidores internacionais a riscos e pelas incertezas devido ao processo eleitoral, o que mudou a trajetória das taxas de juros.

O CMN alterou, em junho, as metas para inflação definidas para 2003 e 2004, principalmente pela perspectiva de que a depreciação cambial poderia prolongar-se além de 2002, e, a meta para a taxa Selic foi reduzida de 18,5%a.a. para 18%a.a..

No segundo semestre, a cotação do dólar atingiu a valores próximos a R\$4/US\$ em setembro, por motivos de incertezas dos agentes econômicos. E, respondendo a essa pressão do câmbio sobre os preços internos, o Copom elevou a meta para a taxa Selic no último trimestre, de 18% a.a. para 25%a.a., gerando ganhos para os fundos referenciados DI.

O processo eleitoral foi se definindo, assim como o compromisso com a estabilidade monetária e a responsabilidade fiscal, contribuindo para a retração da cotação do dólar e redução dos juros (que caiu 4,2 p.p.), confirmando a queda nas incertezas do mercado.

Além das incertezas de origem macroeconômicas, o mercado financeiro também foi fortemente influenciado pelos escândalos contábeis envolvendo balanços de empresas

norte-americanas e européias, que atingiu diretamente o Ibovespa, registrando uma variação negativa do índice de 16,6%, assim como nos fundos de ações.

No mês de fevereiro, o Ibovespa alcançou maior volume do ano, 14.033 pontos, finalizando o movimento de alta iniciado em outubro de 2001. Os fatores mais importantes que contribuíram para isso foram a redução das taxas de juros e o fim do racionamento de energia elétrica.

Nos meses posteriores, a depreciação cambial, as mudanças nas projeções de inflação e elevação das taxas de juros, determinaram maior aversão ao risco por parte dos investidores estrangeiros e fez o risco Brasil subir. Juntando isso, com a possibilidade de guerra entre os EUA e o Iraque, com possíveis efeitos sobre o preço do petróleo, houve uma redução da entrada de recursos estrangeiros no país.

Neste período, as bolsas mundiais registraram queda e o Ibovespa caiu 34,9%. Até que a partir da metade de outubro, com a definição do processo eleitoral e o comprometimento do novo governo, o mercado assumiu uma posição mais otimista, registrando alta no Ibovespa de 30,7% no últimos 3 meses do ano.

Os FIFs tiveram um crescimento do saldo patrimonial de R\$0,8 bilhão em relação ao final do ano anterior, fechando dezembro em R\$321,4 bilhões. Esse valor mostra migração de recursos para outras modalidades de investimento.

Já patrimônio líquido dos fundos de ações, teve evolução de R\$7,3 bilhões ao ano. O mercado acionário se comportou de forma volátil e esses fundos apresentaram rendimento moderado, de 8,5%, superior ao ano de 2001, porém abaixo das demais aplicações em 2002. Os meses de fevereiro e outubro foram os de maiores rentabilidades para os fundos de ações, de 6,5% e 13,6%, respectivamente.

No início do ano de 2003, a economia enfrentou a elevação de preços resultante da depreciação cambial ocorrida em 2002. E para combater a inflação, o Banco Central reforçou a política monetária que vinha implantando, elevando a taxa Selic de 25%a.a., em dezembro, para 26%a.a., em fevereiro.

A iminência de guerra no Oriente Médio era permanente nesse período, mas, com o fim da guerra no Iraque no segundo trimestre, o mercado redefiniu suas expectativas. Junto a isso, observou-se um interesse dos investidores estrangeiros pelos mercados emergentes em busca de rentabilidade, tendo em vista os baixos juros internacionais. E isso ocorreu no Brasil, que teve uma depreciação no valor de seus títulos por causa da conjuntura de 2002. O real acabou se apreciando frente ao dólar.

Em junho, o Banco Central implementou corte de 0,5 p.p. nas taxa Selic, e, nos meses seguintes, foram realizados cortes mais acentuados, fechando dezembro em 16,5%a.a.

O Ibovespa fechou o mês de dezembro totalizando um nível recorde de 22.236 pontos, com uma valorização no ano de 97,3%. Esse processo de valorização iniciou-se no final de 2002, com o encerramento do processo eleitoral, quando foi momentaneamente interrompido pelo conflito no Iraque.

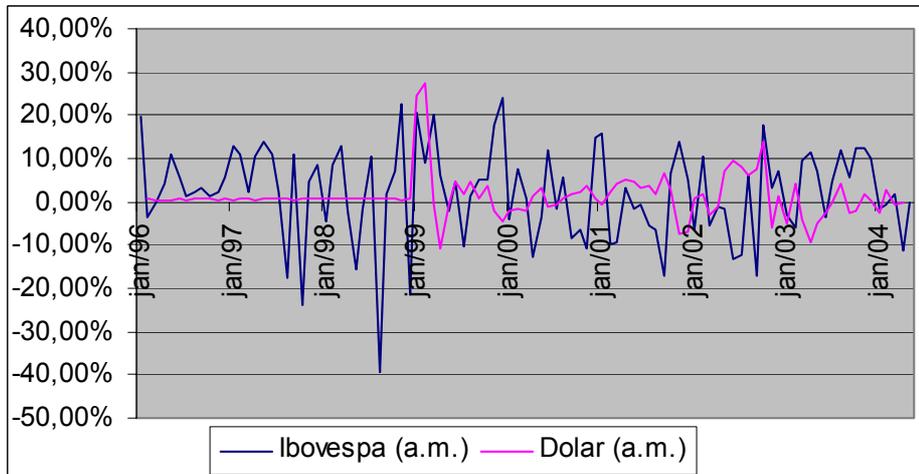
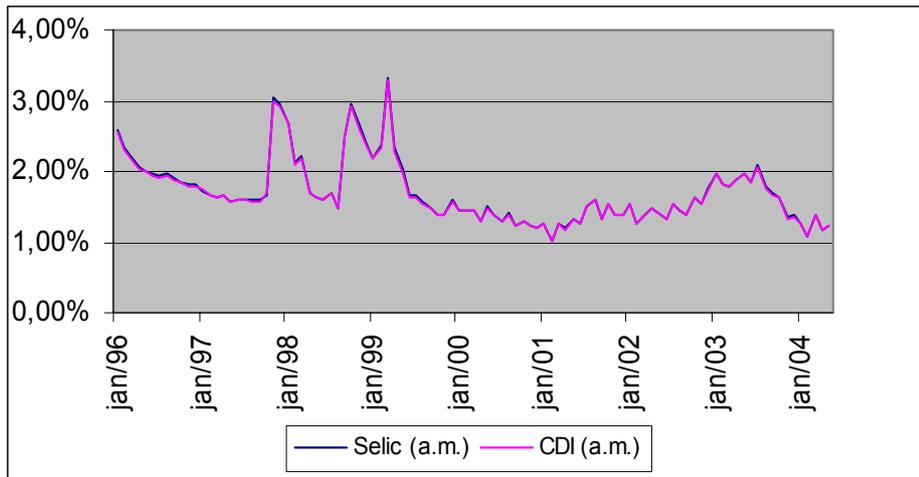
Durante o ano de 2003, houve melhora das expectativas do mercado, controle da inflação, perspectivas de redução dos juros, queda do risco país e aprovação da reforma da previdência, entre outras medidas que despertaram interesse para o ingresso líquido de R\$7,5 bilhões de recursos de investidores estrangeiros.

Os FIFs tiveram uma expansão do seu patrimônio líquido de 45,2%, alcançando patrimônio líquido de R\$466,8 bilhões, e ainda observou-se aumento do fluxo para os fundos de renda fixa, que, devido às sucessivas reduções na taxa básica de juros, apresentaram maior atratividade em relação aos referenciados DI. E verificou-se aumento na participação dos títulos prefixados na carteira dos FIFs, de 2,2% no final de 2002, para 16,3% em dezembro de 2003, enquanto houve redução do percentual de títulos cambiais, de 10,4% para 5,7% no mesmo período, em função, principalmente, da apreciação do câmbio no ano.

O patrimônio líquido dos fundos de ações apresentou aumento de R\$9,4 bilhões no ano, atingindo R\$41,7 bilhões, influenciado, basicamente, pelas expectativas de crescimento da atividade econômica e pelas quedas da taxa básica de juros, o que tornava

as aplicações em títulos menos atrativas. Essa tendência fez com que os fundos referenciados DI tivessem uma perda de patrimônio líquido.

A seguir, apresentamos alguns gráficos com a evolução dos principais índices e indicadores econômicos, onde podemos observar as crises e/ou recessões da economia no período estudado no capítulo:



Visto a análise da conjuntura econômica no Brasil pós Plano Real, associando os impactos das diferentes políticas monetárias adotadas pelo Banco Central sobre os fundos de investimentos, no próximo capítulo chegaremos aos resultados relativos a análise estatística.

CAPÍTULO V - ANÁLISE EMPÍRICA

Realiza-se a seguir um estudo econométrico onde se procura explicar a rentabilidade e a captação dos fundos DI, renda fixa, cambial e de ações através de três indicadores econômicos: a taxa de juros básica (SELIC), a taxa de câmbio (R\$/US\$) e o índice geral de preços (IGPM).

O período que iremos retratar, de 1996 à 1999, foi definido de acordo com os dados relativos aos fundos de investimentos, fornecidos pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), os quais passaram por diversas mudanças classificatórias no ano de 2000, impossibilitando obter dados mensais contínuos até o ano atual.

A escolha dos indicadores econômicos acima levou em conta a grande influência da política monetária utilizada pelo Bacen sobre estes indicadores.

Então, o objetivo da análise estatística será verificar se há impacto da política monetária adotada pelo Banco Central sobre a rentabilidade e captação dos fundos de investimentos, através de variações observadas nos indicadores econômicos acima.

Utiliza-se, para isso, um modelo cuja hipótese principal é que a rentabilidade dos fundos, assim como sua captação patrimonial, que está relacionada com os dados divulgados dos indicadores econômicos do país que, por sua vez, são influenciados pela política monetária adotada pelo Bacen.

Para analisar a validade dos modelos propostos e das regressões, utilizar-se-á o teste T de Student e da análise do R^2 .

O teste T de Student tem o objetivo de analisar a existência de dependência linear entre os valores médios das variáveis independentes (no caso, os indicadores econômicos) e da variável dependente (rentabilidade e captação dos fundos de investimentos). Isso

significa dizer que o teste T testa o coeficiente das variáveis independentes, tentando concluir se este é ou não relevante como variável explicativa⁷.

A hipótese nula é de que o coeficiente β é nulo, ou seja, que não há relação entre X e Y. A hipótese alternativa é de que β é diferente de zero, ou seja, ele contribui para explicar a variável dependente.

O teste é realizado com n-2 graus de liberdade, com nível de significância aqui definido como 0,025.

Em geral, quando o valor de T encontrado com grandes amostras é maior do que 2 em módulo, rejeita-se a hipótese nula, concluindo que a variável independente contribui na explicação da variável dependente.

A análise do R^2 nos fornece o grau de ajustamento entre os dados observados e a regressão amostral, variando entre 0 e 1. Quanto mais próximo a 0, pior o ajustamento dos dados, e quanto mais próximo a 1, melhor.

Um ajustamento ruim dos dados à regressão, ou seja, um R^2 baixo, pode indicar-nos que a capacidade de explicação da variável independente é muito baixa, na medida em que variações em X afetam muito pouco Y.

Conhecido o significado dos testes que realizaremos, podemos apresentar matematicamente o modelo.

Realizar-se-ão dois estudos diferentes. O primeiro considerando a rentabilidade de cada tipo de fundo de investimento como variável dependente. No segundo, a variável dependente será a variação do patrimônio de cada tipo de fundo de investimento, excluindo-se o ganho com a rentabilidade, ou seja, a captação líquida de rendimento.

Em ambos os estudos, utilizam-se os três indicadores econômicos mencionados anteriormente como variáveis independentes.

⁷ Ver WOOLDRIDGE

Dessa forma, pode-se formular a seguinte equação:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \varepsilon$$

Onde:

X_1, X_2, X_3 são os indicadores econômicos;

Y é a rentabilidade dos diferentes tipos de fundos de investimentos, na primeira análise e, na segunda análise, é a variação do patrimônio de cada tipo de fundo de investimento, excluindo-se o ganho com a rentabilidade.;

ε é o erro aleatório.

Nessas regressões serão utilizadas 42 observações para cada uma das variáveis, referente ao período de agosto de 1996 a fevereiro de 2000. Para as variáveis independentes (taxa SELIC, dólar comercial e IGPM) utiliza-se dados extraídos do IpeaData e do IBGE, relativos ao último dia útil de cada mês. Para as variáveis dependentes (rentabilidade e a variação do patrimônio de cada tipo de fundo de investimento, excluindo-se o ganho com a rentabilidade) utiliza-se dados extraídos do sistema ANBID relativos ao último dia útil de cada mês. As observações serão tratadas pelo método de mínimos quadrados.

Ao calcular, então, as regressões, obtêm-se os seguintes resultados para a análise relativa a rentabilidade dos fundos, resumidos nas seguintes tabelas:

Quadro I:

Dependent Variable: RF				
Method: Least Squares				
Sample: 1996:09 2000:02				
Included observations: 42				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,018	0,147	0,122	0,903
IGPM	0,037	0,026	1,410	0,167
SELIC	0,888	0,072	12,290	-
TX_CBIO	0,021	0,001	18,718	-
R-squared	0,819	Mean dependent var		1,798
Adjusted R-squared	0,805	S.D. dependent var		0,546
S.E. of regression	0,241	Akaike info criterion		0,084
Sum squared resid	2,210	Schwarz criterion		0,249
Log likelihood	2,245	F-statistic		57,299
Durbin-Watson stat	1,166	Prob(F-statistic)		-

Considerando duas casas decimais, pode-se, então, escrever a regressão como:

$$Y_{RF} = 0,02 + 0,04 \text{ IGPM} + 0,89 \text{ SELIC} + 0,02 \text{ TAXA DE CÂMBIO}$$

Conclui-se, a partir desta primeira regressão, que, com um R^2 de 0,819, que demonstra que há um alto grau de ajustamento entre os dados observados e a reta de regressão, o modelo é bom para explicar a rentabilidade dos fundos de Renda Fixa.

Fazendo uma análise mais detalhada, através do teste T, e desconsiderando-se variáveis cujo T menor que 2 em módulo, verifica-se que apenas as variáveis taxa SELIC e taxa de câmbio contribuem na explicação da variável dependente. Logo, pode-se simplificar a equação acima de forma que:

$$\underline{Y_{RF} = 0,89 \text{ SELIC} + 0,02 \text{ TAXA DE CÂMBIO}}$$

Ou seja, a taxa SELIC pode ser considerado um indicador de grande importância na explicação da rentabilidade dos fundos de renda fixa.

Em relação a rentabilidade dos fundos DI, chega-se aos seguintes resultados:

Quadro II:

Dependent Variable: DI				
Method: Least Squares				
Sample: 1996:09 2000:02				
Included observations: 42				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	(0,025)	0,007	(3,468)	0,001
IGPM	(0,002)	0,002	(0,713)	0,480
SELIC	0,995	0,003	327,927	-
TX_CBIO	(0,000)	0,000	(2,276)	0,029
R-squared	0,999	Mean dependent var		1,899
Adjusted R-squared	0,999	S.D. dependent var		0,504
S.E. of regression	0,014	Akaike info criterion		(5,678)
Sum squared resid	0,007	Schwarz criterion		(5,513)
Log likelihood	123,242	F-statistic		18.941,170
Durbin-Watson stat	2,037	Prob(F-statistic)		-

Pode-se, então, escrever a regressão como:

$$Y_{DI} = -0,03 - 0,00 IGPM + 0,995 SELIC - 0,00 TAXA DE CÂMBIO$$

Conclui-se que, com um R^2 de 0,999, que demonstra a existência de um altíssimo grau de ajustamento entre os dados observados e a reta de regressão, o modelo é excelente para explicar a rentabilidade dos fundos DI.

Através do teste T, verifica-se que apenas as variáveis taxa SELIC e a taxa de câmbio contribuem na explicação da variável dependente. Entretanto, visto que o coeficiente da taxa de câmbio é muito próximo a zero, pode-se desconsiderá-lo. Logo, simplificando a equação acima:

$$\underline{Y_{DI} = -0,03 + 0,995 SELIC}$$

Ou seja, a taxa SELIC neste caso é um excelente indicador na explicação da rentabilidade dos fundos DI.

Em relação a rentabilidade dos fundos cambiais, chega-se aos seguintes resultados:

Quadro III:

Dependent Variable: CAMB				
Method: Least Squares				
Sample: 1996:09 2000:02				
Included observations: 42				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0,246	0,564	0,435	0,666
IGPM	0,171	0,093	1,847	0,073
SELIC	0,360	0,326	1,105	0,276
TX_CBIO	0,885	0,007	121,161	-
R-squared	0,995	Mean dependent var		2,592
Adjusted R-squared	0,995	S.D. dependent var		9,201
S.E. of regression	0,673	Akaike info criterion		2,136
Sum squared resid	17,210	Schwarz criterion		2,302
Log likelihood	(40,859)	F-statistic		2.542,318
Durbin-Watson stat	1,345	Prob(F-statistic)		-

Pode-se então escrever a regressão como:

$$Y_{\text{Cambial}} = 0,25 + 0,17 \text{ IGPM} + 0,36 \text{ SELIC} + 0,89 \text{ TAXA DE CÂMBIO}$$

Com um R^2 de 0,995, que demonstra um altíssimo grau de ajustamento entre os dados observados e a reta de regressão, conclui-se que o modelo como o caso anterior é excelente para explicar a rentabilidade dos fundos cambiais.

Através do teste T, verifica-se que apenas a variável taxa de câmbio contribui na explicação da variável dependente. Logo, pode-se simplificar a equação acima de forma que:

$$\underline{Y_{\text{Cambial}} = 0,89 \text{ TAXA DE CÂMBIO}}$$

Resultado este que parece ratificar as características deste tipo de fundo, uma vez que procura acompanhar as variações cambiais, acrescido de uma pequena taxa de juros pagas em títulos públicos indexados ao dólar. Daí o coeficiente acima (0,89) não ser mais próximo a 1.

Por último, analisar-se-á a regressão feita em relação à rentabilidade dos fundos de ações.

Quadro IV:

Dependent Variable:				
ACAO				
Method: Least Squares				
Sample: 1996:09 2000:02				
Included observations: 42				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	(9,655)	7,091	(1,361)	0,181
IGPM	4,262	2,261	1,885	0,067
SELIC	4,433	3,257	1,361	0,182
TX_CBIO	0,198	0,106	1,874	0,069
R-squared	0,155	Mean dependent var		2,366
Adjusted R-squared	0,088	S.D. dependent var		11,998
S.E. of regression	11,459	Akaike info criterion		7,806
Sum squared resid	4.989,546	Schwarz criterion		7,971
Log likelihood	(159,922)	F-statistic		2,317
Durbin-Watson stat	2,492	Prob(F-statistic)		0,091

Através da regressão, pode-se escrever a seguinte equação:

$$Y_{\text{ações}} = -9,66 + 4,26 \text{ IGPM} + 4,43 \text{ SELIC} + 0,20 \text{ TAXA DE CÂMBIO}$$

Com um R^2 de 0,155, que demonstra um baixíssimo grau de ajustamento entre os dados observados e a reta de regressão, conclui-se que o modelo não é bom para explicar a rentabilidade dos fundos de ações.

Através do teste T, verifica-se que nenhuma das variáveis contribui na explicação da variável dependente. Este resultado mostra que a rentabilidade deste tipo de fundo não pode ser explicada pelos indicadores acima e que provavelmente os ativos que compõem as carteiras deste tipo de fundo têm variação condizente com outros indicadores econômicos ou de acordo com as expectativas futuras dos agentes do mercado.

Os resultados obtidos pelo cálculo das regressões relativas às variações do patrimônio líquido das diferentes classes de fundos de investimentos podem ser observados abaixo, podendo ser considerados como um resultado muito curioso.

Considerando o patrimônio líquido dos diferentes tipos de fundos de investimentos no último dia útil de cada mês, desconsiderando as movimentações (aplicações e resgates dos cotistas) existentes durante o mês e excluindo-se o ganho de patrimônio através da

rentabilidade auferida pelos ativos que compõem a carteira, obtemos os seguintes resultados:

Quadro V:

Dependent Variable:				
PATR_RF_DI				
Method: Least Squares				
Sample: 1996:09 2000:02				
Included observations: 42				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10,53249	3,136748	3,357775	0,0018
CAMBIO	0,091016	0,056123	1,621723	0,1131
IGPM	0,474721	1,507692	0,314866	0,7546
SELIC_MES	-4,885735	1,819804	-2,68476	0,0107
R-squared	0,125575	Mean dependent var		1,585179
Adjusted R-squared	0,056542	S.D. dependent var		7,53602
S.E. of regression	7,31987	Akaike info criterion		6,909455
Sum squared resid	2036,059	Schwarz criterion		7,074947
Log likelihood	-141,0986	F-statistic		1,819048
Durbin-Watson stat	2,00351	Prob(F-statistic)		0,16012

Quadro VI:

Dependent Variable: PATR_CAMBIAL				
Method: Least Squares				
Sample: 1996:09 2000:02				
Included observations: 42				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	24,14091	8,475905	2,848181	0,0071
CAMBIO	0,898068	0,089861	9,993929	0
IGPM	-3,941776	3,085503	-1,277515	0,2092
SELIC_MES	-10,0725	4,674423	-2,154811	0,0376
R-squared	0,278561	Mean dependent var		3,334762
Adjusted R-squared	0,221605	S.D. dependent var		21,99572
S.E. of regression	19,4061	Akaike info criterion		8,859445
Sum squared resid	14310,67	Schwarz criterion		9,024937
Log likelihood	-182,0483	F-statistic		4,890833
Durbin-Watson stat	1,895104	Prob(F-statistic)		0,00568

Quadro VII:

Dependent Variable: PATR_ACAO				
Method: Least Squares				
Sample: 1996:09 2000:02				
Included observations: 42				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	11,53704	6,541053	1,763789	0,0858
CAMBIO	-0,207055	0,070394	-2,941379	0,0055
IGPM	-1,016131	1,664688	-0,610403	0,5452
SELIC_MES	-3,712073	3,056869	-1,214338	0,2321
R-squared	0,069409	Mean dependent var		3,259821
Adjusted R-squared	-0,004058	S.D. dependent var		11,12383
S.E. of regression	11,14638	Akaike info criterion		7,7505
Sum squared resid	4721,189	Schwarz criterion		7,915992
Log likelihood	-158,7605	F-statistic		0,944762
Durbin-Watson stat	1,023431	Prob(F-statistic)		0,428641

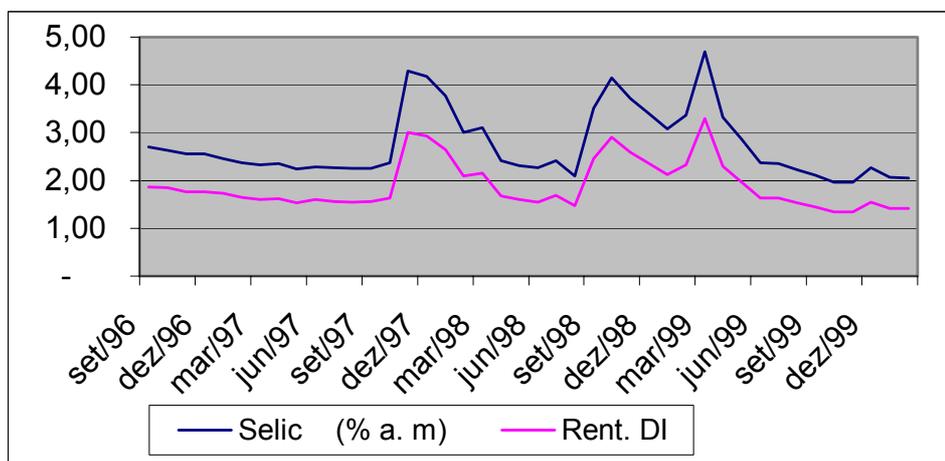
Através de uma análise rápida dos resultados obtidos pode-se concluir que, com um R^2 de 0,07, 0,28 e 0,13, que demonstra haver um baixíssimo grau de ajustamento entre os dados observados e a reta de regressão, os modelos não são bons para explicar as variações nos patrimônios líquidos dos fundos.

Pode-se, então, desconsiderar qualquer equação matemática que tente explicar estas variações patrimoniais através dos três indicadores econômicos. Ainda, pode-se dizer que as decisões de realocação de *portfólio* são, em geral, pouco influenciadas pelos três indicadores econômicos, o que parece um resultado surpreendente.

CAPÍTULO VI - CONCLUSÃO

Depois da análise da conjuntura econômica no Brasil após a implantação do Plano Real, dos impactos da política monetária sobre os diversos tipos de fundos de investimentos e da análise estatística feita com os dados sobre o segmento de fundos de investimentos e alguns indicadores econômicos, são demonstradas abaixo as principais conclusões tiradas deste estudo. Para isso, é realizada uma descrição detalhada por tipo de fundo de investimentos.

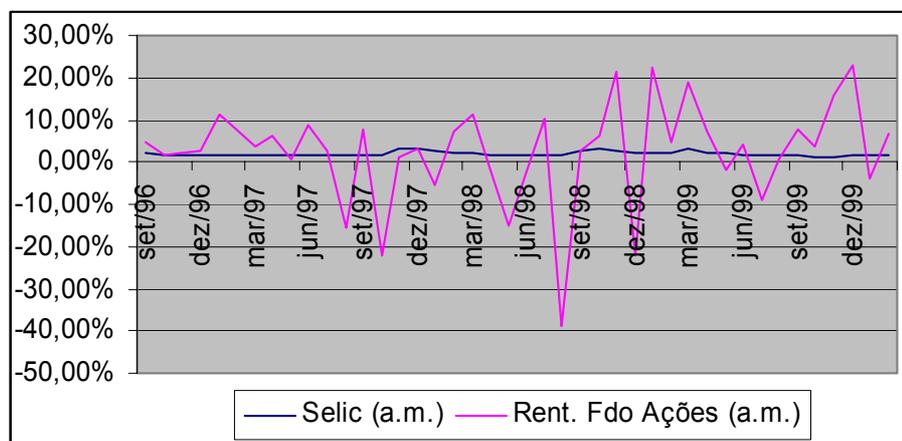
Pelo fato de se considerar os fundos DI como aqueles que apresentam em sua carteira apenas títulos públicos pós fixados, que possuem baixo risco de crédito e rentabilidade indexada à taxa básica de juros, observamos que as políticas monetárias contracionistas, isto é, elevação da taxa de juros básica da economia, influem de forma positiva na rentabilidade destes fundos. Pode-se considerar, conforme a análise estatística anteriormente realizada, que há uma relação diretamente proporcional entre a taxa básica de juros (SELIC) e a rentabilidade deste tipo de fundo como mostra o gráfico.



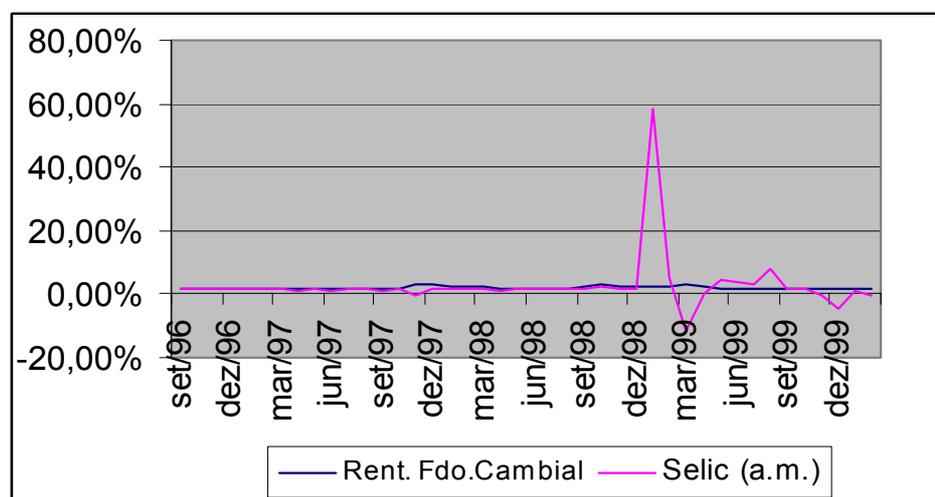
Para os fundos de renda variável ou fundos de ações, através de uma análise detalhada dos dados, observa-se que os grandes movimentos da taxa básica de juros, que durante o Plano Real sempre aconteceram como um movimento altista, ou seja, verifica-se que as quedas da taxa de juros são lentas e graduais, mas as elevações destas são sempre rápidas, coincidiram com períodos de queda do índice da Bolsa de Valores de São Paulo.

Isto pode ser em parte explicado pelo fato de que a adoção de uma política contracionista eleva os ganhos dos fundos de renda fixa, tornando a relação risco-retorno mais vantajosa para este tipo de fundo. Além disso, as elevações das taxas de juros costumam acontecer em situações de crise, quando os ativos de risco se tornam menos atraentes.

Entretanto, de acordo com a análise estatística, pode-se supor que a rentabilidade dos fundos de ações não é influenciada pela política monetária adotada pelo Banco Central, sendo, provavelmente, muito mais influenciada pelo cenário econômico nacional e internacional, ou seja, pelas expectativas dos investidores, como podemos observar no gráfico abaixo.



Já os fundos indexados à variação cambial apresentaram pouca correlação com os movimentos da taxa básica de juros, promovida pelas diferentes políticas adotadas. De acordo com a análise estatística realizada, verifica-se que a política monetária adotada pelo Bacen influencia apenas indiretamente os fundos cambiais.



Assim, a conclusão tirada da pesquisa é de que a política monetária tem impacto direto na rentabilidade apenas dos fundos de renda fixa e fundos DI. Sobre todos os outros tipos de fundos analisados, ela atua apenas sobre a expectativa dos investidores ou sobre outros indicadores que influenciarão os fundos, impactando na rentabilidade de forma indireta, como no caso dos fundos cambiais.

Por último, e o mais impressionante dos resultados, pode-se colocar que as captações dos fundos de investimentos em geral são muito pouco influenciadas pela política monetária. Verifica-se que no Brasil o percentual de capital investido em fundos de risco é pequeno e, nem mesmo em momentos de tranquilidade econômica e política, os investidores se tornam mais propícios a assumir risco.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDREZO, Andrea F. e LIMA, Iran S. (2002). *Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais*, São Paulo: Pioneira Thompson Learning, 2ª ed. ver. e ampl.
- BC PUBLICAÇÕES (2000-2003). Boletim do BC – Relatório Anual. *Mercado Financeiro e de Capitais*.
- BLANCHARD, Olivier (1999). *Macroeconomia – Teoria e Política Econômica*. Editora Campus, 4ª Tiragem, Cap. 27-29, pp. 507-567.
- DORNBUSCH, Rudiger e FISCHER, Stanley (1991). *Macroeconomia*. São Paulo: Makron Books, 5ª Edição, Parte 1 e 2.
- FORTUNA, Eduardo (2004). *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 15ª edição, 6ª reimpressão.
- IPEA PUBLICAÇÕES (1996-2000). *Panorama Conjuntural nº32 a 49 – janeiro 1996 a abril 2000*. Rio de Janeiro.
- IPEA PUBLICAÇÕES (1996-2000). *Política Monetária nº32 a 49 – janeiro 1996 a abril 2000*. Rio de Janeiro.
- KRUGMAN, Paul R. e OBSTFELD, Maurice (2000). *Economia Internacional – Teoria e Política*. São Paulo: Makron Books, 5ª Edição, Cap. 13-19, pp. 339-615.
- LUQUET, Mara (2001). *Guia Valor Econômico de planejamento da aposentadoria*. São Paulo: Editora Globo.
- MISHKIN, Frederic S. (1998). *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*. LTC – Livros Técnicos e Científicos Editora S.A., 5ª edição.
- REVISTA FORBES BRASIL (2004). *Dinheiro*, 9 de Abril de 2004.
- WOOLDRIDGE, J. M. (2000), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, South-Western College Publishing.

____ (1999). *Quantum 500 – Seu Guia para os 500 Maiores Fundos de Investimentos*.
Rio de Janeiro.

Sites Utilizados: www.ipeadata.gov.br; www.ipea.gov.br; www.bcb.gov.br;
www.anbid.com.br; www.ibge.gov.br; www.gazetamercantil.com.br;
www.cvm.gov.br; www.bmf.com.br.

ANEXO

Tabela I

Data	Selic (% a.a.)	Tx. de Câmbio (R\$/US\$)	IGPM (% a.m.)	PIB Trimestral (R\$ Bi)
set-96	25,40	1,02	0,10	205,58
out-96	24,74	1,03	0,19	
nov-96	23,93	1,03	0,20	
dez-96	23,94	1,04	0,73	203,46
jan-97	22,88	1,05	1,77	
fev-97	22,02	1,05	0,43	
mar-97	21,58	1,06	1,15	202,27
abr-97	21,84	1,06	0,68	
mai-97	20,76	1,07	0,21	
jun-97	21,08	1,08	0,74	218,48
jul-97	21,04	1,08	0,09	
ago-97	20,78	1,09	0,09	
set-97	20,84	1,10	0,48	221,96
out-97	22,02	1,10	0,37	
nov-97	43,30	1,11	0,64	
dez-97	42,04	1,12	0,84	221,40
jan-98	37,19	1,12	0,96	
fev-98	28,77	1,13	0,18	
mar-98	29,85	1,14	0,19	216,61
abr-98	22,52	1,14	0,13	
mai-98	21,41	1,15	0,14	
jun-98	21,02	1,16	0,38	231,68
jul-98	22,47	1,16	-0,17	
ago-98	19,23	1,18	-0,16	
set-98	34,29	1,19	-0,08	230,33
out-98	41,58	1,19	0,08	
nov-98	36,58	1,20	-0,32	
dez-98	32,95	1,21	0,45	221,19
jan-99	29,50	1,98	0,84	
fev-99	32,59	2,06	3,61	
mar-99	48,23	1,72	2,83	230,54
abr-99	32,18	1,66	0,71	
mai-99	27,11	1,72	-0,29	
jun-99	22,01	1,77	0,36	250,60
jul-99	21,83	1,79	1,55	
ago-99	20,53	1,92	1,56	
set-99	19,38	1,92	1,45	259,18
out-99	17,93	1,95	1,70	
nov-99	17,97	1,92	2,39	
dez-99	20,98	1,79	1,81	272,17
jan-00	18,94	1,80	1,24	
fev-00	18,87	1,77	0,35	

Fontes: Taxa SELIC , Taxa de Câmbio, IGPM e PIB Trimestral – IPEA e IBGE

Tabela II.

Data	DI / Renda Fixa			Cambial		Ações	
	Rent. DI	Rent. RF	Patrim.	Rent.	Patrim.	Rent.	Patrim.
set-96	1,87	1,77	0,56	1,40	(2,82)	4,49	5,92
out-96	1,85	1,76	0,45	1,56	(1,10)	1,75	3,98
nov-96	1,76	1,72	1,99	1,51	1,87	2,05	4,62
dez-96	1,76	1,65	(3,33)	1,34	73,97	2,43	11,26
jan-97	1,73	1,88	16,75	1,44	(25,48)	11,11	28,92
fev-97	1,65	1,53	2,50	1,33	2,41	7,89	6,32
mar-97	1,61	1,60	3,60	1,43	(1,43)	3,51	17,43
abr-97	1,62	1,62	1,33	1,32	(2,72)	6,22	27,61
mai-97	1,53	1,37	2,72	1,44	15,66	0,87	31,68
jun-97	1,60	1,36	1,66	1,25	(5,72)	8,91	21,36
jul-97	1,56	1,36	0,59	1,33	(2,52)	2,78	14,88
ago-97	1,55	1,34	(0,38)	1,35	4,59	(15,50)	(2,98)
set-97	1,56	1,37	1,00	1,07	(9,06)	7,77	(8,46)
out-97	1,63	0,35	2,31	1,38	2,57	(22,14)	(18,70)
nov-97	3,01	2,27	(0,20)	(0,33)	0,51	1,30	8,72
dez-97	2,93	2,62	(0,78)	1,41	(4,23)	3,12	10,70
jan-98	2,65	2,53	(0,71)	1,62	(13,30)	(5,28)	4,77
fev-98	2,10	2,09	1,05	1,64	(1,67)	7,12	(0,36)
mar-98	2,15	2,22	4,02	1,98	(22,55)	11,03	(5,40)
abr-98	1,68	1,68	2,51	1,19	(6,44)	(1,60)	1,60
mai-98	1,60	1,56	0,80	1,34	(4,79)	(14,82)	7,08
jun-98	1,55	1,62	(5,18)	1,53	(0,85)	(2,90)	1,62
jul-98	1,69	1,69	(6,46)	1,55	20,20	10,01	(4,99)
ago-98	1,47	1,33	5,65	1,61	33,27	(38,70)	11,52
set-98	2,45	1,93	(22,07)	1,63	54,70	2,51	4,36
out-98	2,90	2,81	(3,39)	2,07	(5,25)	6,22	(5,26)
nov-98	2,59	2,56	0,77	1,65	(17,61)	21,55	(11,86)
dez-98	2,35	2,30	0,20	1,81	(1,96)	(22,21)	13,65
jan-99	2,13	3,37	2,81	58,23	54,75	22,48	(14,18)
fev-99	2,33	2,28	(0,11)	5,32	(20,92)	4,91	(3,17)
mar-99	3,29	2,78	(11,97)	(11,81)	(40,34)	18,97	(8,48)
abr-99	2,30	2,19	0,07	0,42	(13,40)	7,08	(3,57)
mai-99	1,97	1,96	26,47	4,58	(1,21)	(1,86)	(0,21)
jun-99	1,64	1,64	2,79	3,85	0,71	3,96	(1,47)
jul-99	1,63	1,59	23,89	3,06	7,54	(8,76)	4,47
ago-99	1,53	1,47	2,63	7,79	46,47	0,64	(4,44)
set-99	1,45	1,40	1,52	1,36	10,45	7,50	(4,38)
out-99	1,35	1,31	2,54	1,35	2,25	3,52	(0,58)
nov-99	1,35	1,30	0,80	(0,67)	(3,31)	15,85	(2,91)
dez-99	1,55	1,53	0,02	(4,80)	22,60	23,05	(7,42)
jan-00	1,41	1,39	4,68	0,71	(6,60)	(4,00)	3,98
fev-00	1,41	1,40	2,49	(0,37)	0,82	6,54	(0,73)

Fonte: Associação Nacional de Bancos de Investimentos e Desenvolvimento (ANBID)